

兴证期货·研发中心

2018年12月30日 星期日

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号: F3004203

期货投资咨询编号: 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

内容提要

1. 2018年三大交易所库存从3月份高点90万吨附近下滑至年末不足35万吨,下滑幅度超过60%。本轮库存快速下滑伴随着铜价的走弱(历时9个月,产业链参与者主动去库存),这与2002年4月至2005年6月(历时37月,库存下滑伴随铜价上涨,被动去库存),2013年6月至2014年6月(历时12个月,库存下滑伴随铜价震荡)两个阶段的铜库存快速下滑表现有所不同。

2. 海外库存下滑部分原因是冶炼厂(尤其印度Vedanta 40万吨冶炼厂2018年3月底开始关停)生产意外负面冲击,需求端欧美国家,尤其美国实体经济强劲支撑铜的消费。

3. 国内库存下滑,除了基本面上废铜、环保等因素,产业链上、中、下游生产制造企业主动去库存是本轮库存快速下滑的重要推手。

4. 国内冶炼厂库存/营收的季节性变化基本与国内上期所库存变化一致。一般一季度大幅累库存,二、三季度大幅去库存,四季度开始逐步小幅累库存。三季度开始国内冶炼厂库存同比快速下滑至0%附近,这与交易所库存在三季度下滑速度加快的节奏一致(三季度SHFE库存下滑57%)。

5. 铜材加工厂去库存时点稍晚。铜材加工厂上游是较为强势的冶炼厂,下游一般是终端制造企业。像空调制造企业体量大,一般需要的账期较长,在与铜材谈判中较为强势,导致在需求转差,销售不畅时,铜材加工企业的库存没法快速转移,这是导致铜材加工企业在产业链中去库存时点稍微滞后的主要原因。

6. 终端制造企业早在2017年四季度开始去库存,明显早于冶炼厂与铜材加工厂。空调生产、电线电缆生产企业对需求的变化更敏感,一旦出现销售压力,会快速的主动通过去原料、在产品、产成品的库存来减缓企业资金压力。



综上，我们认为 2018 年 3 月份以来全球铜库存下滑的一个重要推手是铜产业链上，冶炼厂、铜材加工厂、终端制造业尤其是空调生产、电缆制造企业的主动去库存。

由于终端制造企业对销售变化更为敏感，产业链上空调、电缆制造企业率先进入去库存状态。冶炼厂库存季节性变化与上期所库存一致，进入三季度，国内冶炼厂去库速度加快。铜材加工厂去库存时点稍晚，这主要是由于其在产业链中相对弱势，上下游出货不畅时，铜材加工企业的库存没法快速转移。

目 录

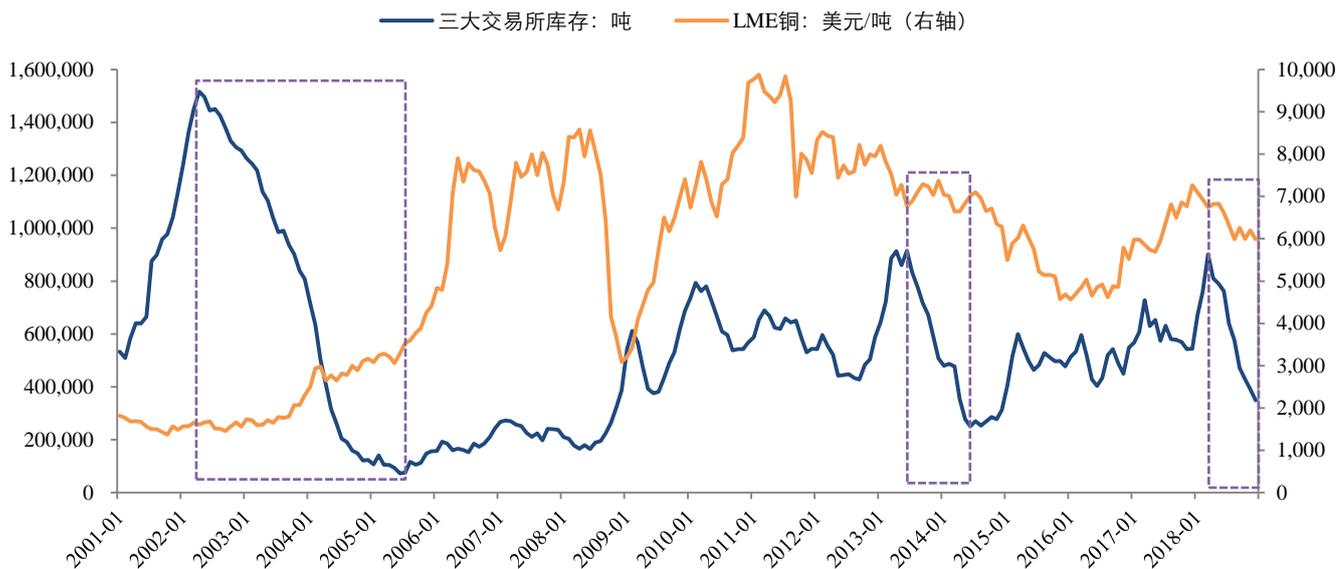
1.引言：全球三大交易所库存下滑 60%.....	4
2.国内冶炼企业库存同步于交易所下滑.....	5
3.铜材加工企业去库存时点稍迟.....	7
4.终端制造业对库存更敏感，去库时间点提前.....	9
4.1 空调企业 2017 年四季度开始去存.....	9
4.2 电力电缆企业也是在 2017 年四季度开始去库存.....	10
5.小结：产业链上、中、下游生产企业一致主动去库存是导致铜库存快速下滑的重要推手.....	12

1. 引言：全球三大交易所库存下滑 60%

2018年三大交易所库存从3月份高点90万吨附近下滑至年末不足35万吨，下滑幅度超过60%。值得注意的是本轮库存快速下滑伴随着铜价的走弱(历时9个月,产业链参与者的主动去库存),这与2002年4月至2005年6月(历时37月,库存下滑伴随铜价上涨,被动去库存),2013年6月至2014年6月(历时12个月,库存下滑伴随铜价震荡)两个阶段的铜库存快速下滑表现有所不同。

交易所库存按所有权划分,主要属于产业链的上、中、下游生产企业与贸易商,主要有冶炼厂,精铜贸易商,下游铜材加工企业。由于贸易型企业库存较难观察到,我们主要探求在库存快速下滑过程中,冶炼厂,铜材加工厂,包括终端下游电缆,空调企业库存的变化。试图从生产制造型企业库存变化,解读本轮铜库存快速下滑的深层次原因。

图 1：三大交易所库存下滑 60%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国内冶炼企业库存同步于交易所库存下滑

交易所精炼铜库存中一部分属于冶炼厂的产成品库存。

从往年规律看，冶炼厂库存/营收的季节性变化基本与国内上期所库存变化一致，一般一季度大幅累库存，二、三季度大幅去库存，四季度开始逐步小幅累库存。

2018 年之前，LME 库存在国内四季度与次年一季度累库存过程中，一般会出现下滑，这可以理解为，海外库存逐步流入国内。但 2018 年一季度开始，三大交易所库存同时出现下滑，上期所库存从高点下滑 60% 以上，LME 库存下滑 47%，COMEX 库存下滑 25%。

海外库存下滑部分原因是冶炼厂（尤其印度 Vedanta 40 万吨冶炼厂 2018 年 3 月底开始关停）生产意外负面冲击，需求端欧美国家，尤其美国实体经济强劲支撑铜的消费。

国内交易所库存持续下滑，部分原因是 2018 年国内废铜进口及环保对废铜使用的影响，导致精铜替代废铜生产铜材的比例增加。但还有一部分原因是产业链上从冶炼厂，铜材加工厂，终端制造企业随着销售出现压力主动去各个环节库存所致。

三季度开始国内冶炼厂库存同比快速下滑至 0% 附近，这与交易所库存在三季度下滑速度加快的节奏一致（三季度 SHFE 库存下滑 57%）。

表 1：三大冶炼厂产量占全国比重 40%

单位：吨	江西铜业	铜陵有色	云南铜业	三大冶炼厂合计	全国	三大冶炼厂占比
2017 年	1,374,200	1,278,508	626,112	3,278,820	8,008,400	40.94%
2016 年	1,210,500	1,297,907	582,443	3,090,850	7,769,000	39.78%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2：江西铜业产成品库存与公司总库存变化（单位：元）

存货项目	产成品	原材料	在产品	库存	产成品库存占比
2018 中报	6,498,004,746	7,415,847,443	5,386,979,053	18,920,610,993	34%
2017 年报	5,954,286,249	8,789,819,545	5,487,874,079	19,997,186,975	30%
2017 中报	5,104,552,535	6,966,573,147	4,676,873,839	16,566,285,935	31%
2016 年报	3,144,937,421	8,490,333,135	4,035,253,818	15,412,386,091	20%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 3：铜陵有色产成品库存与公司总库存变化（单位：元）

存货项目	产成品	原材料	在产品	库存	产成品库存占比
2018 中报	2,308,169,212	3,139,298,755	5,991,737,587	11,173,078,784	21%
2017 年报	2,740,090,575	2,323,718,769	5,883,212,913	10,716,534,676	26%
2017 中报	1,541,734,218	1,836,896,540	4,509,181,454	8,104,809,826	19%
2016 年报	1,904,825,973	1,504,027,367	4,948,013,471	8,326,176,663	23%

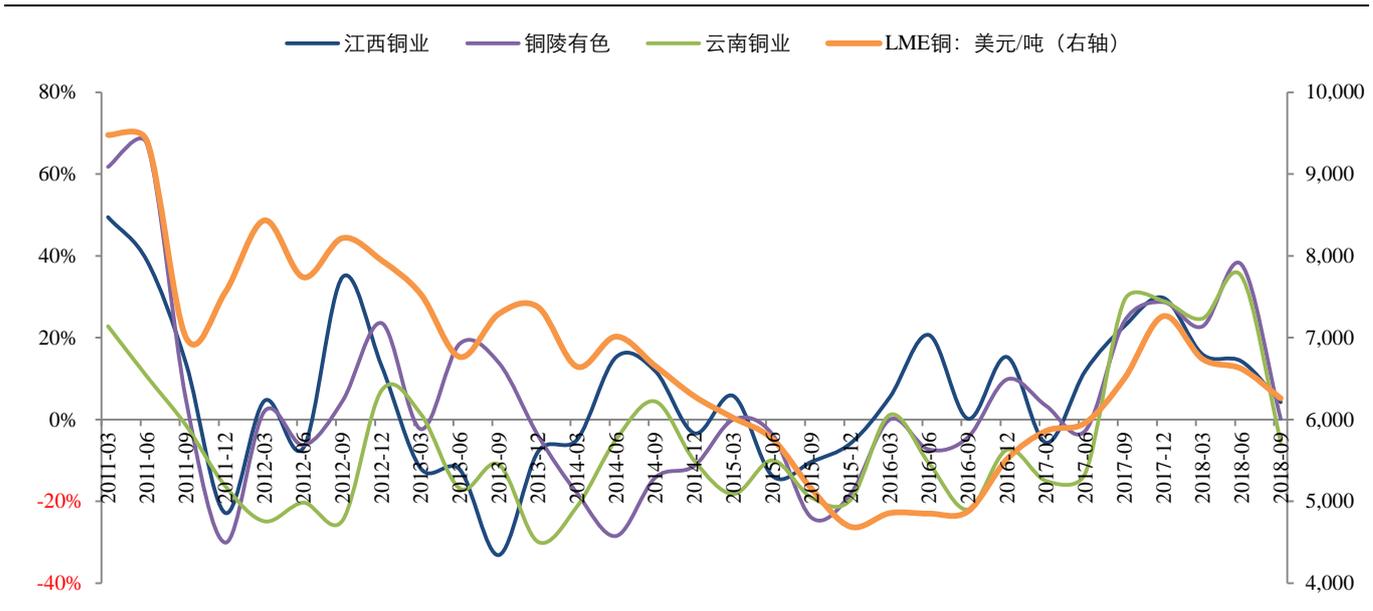
数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 4：云南铜业产成品库存与公司总库存变化（单位：元）

存货项目	产成品	原材料	在产品	库存	产成品库存占比
2018 中报	325,351,705	5,266,830,941	2,725,570,224	8,298,150,060	4%
2017 年报	413,569,023	3,604,648,480	3,902,587,786	7,864,455,821	5%
2017 中报	563,261,464	2,560,461,485	2,565,337,103	6,148,102,783	9%
2016 年报	192,233,536	2,928,914,506	2,480,709,176	6,098,988,148	3%

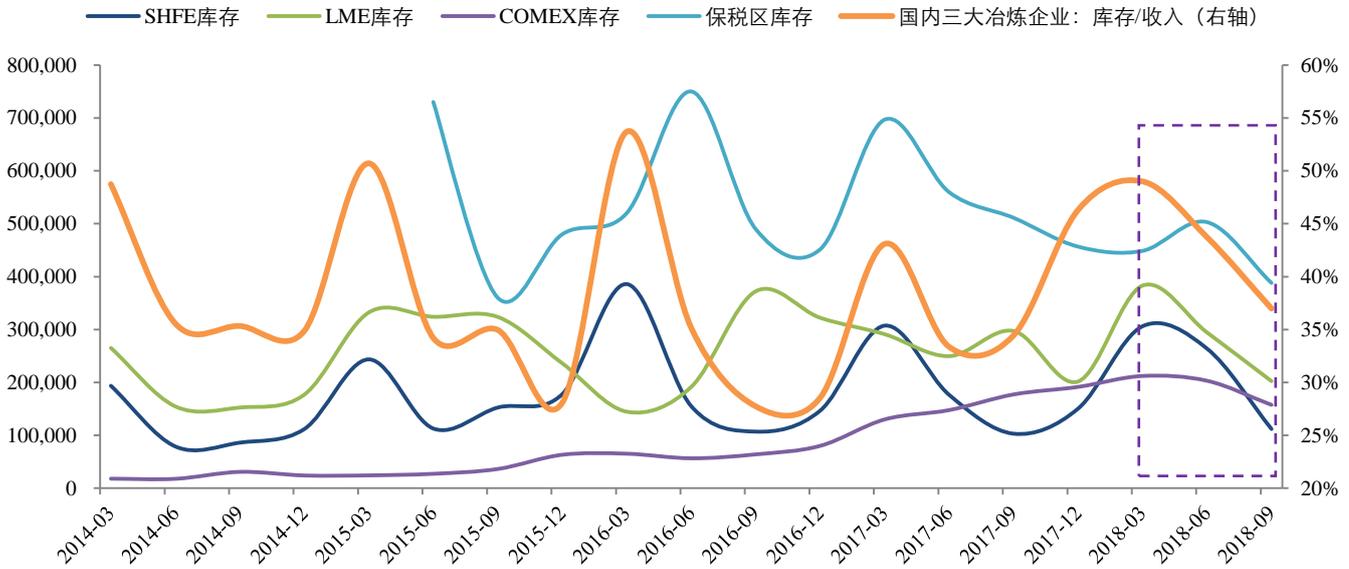
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：国内三大冶炼厂库存同比变化（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：国内冶炼厂库存/营收与交易所库存变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.铜材加工企业去库存时点稍迟

国内铜材加工企业较为分散，主要的铜材品种包含铜杆，铜管，铜板，铜排，铜棒，铜箔等。从我们这里选取三家代表性上市企业的库存变化来看，去库存时点稍迟铜价下跌时点。

这与国内铜材加工厂在产业链里竞争地位有关，铜材加工厂上游是较为强势的冶炼厂，下游一般是终端制造企业。像空调制造类企业体量大，一般需要的账期较长，在与铜材谈判中较为强势，导致在需求转差，销售不畅时，铜材加工企业的库存没法快速转移，这是导致铜材加工企业在产业链中去库存时点稍微滞后的主要原因。

图 4：国内铜材各品种分布

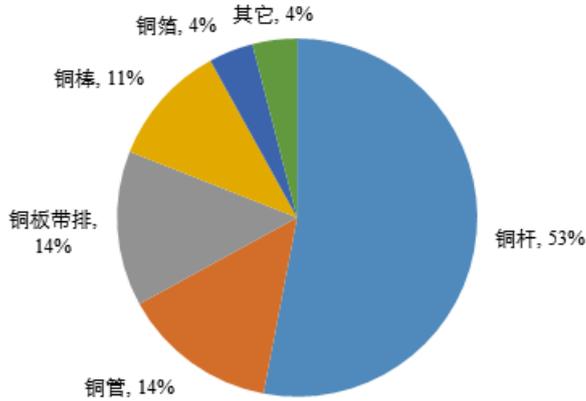
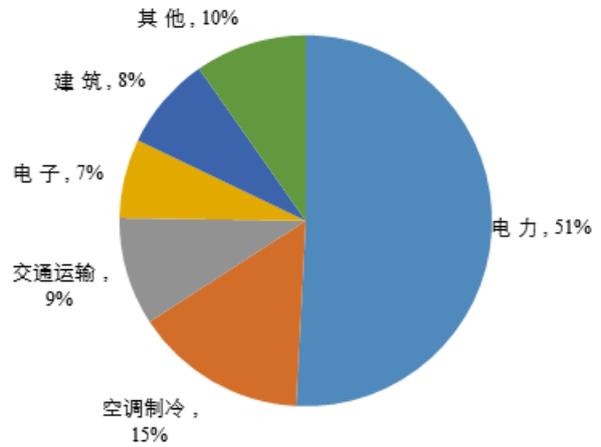


图 5：国内铜终端消费行业分布



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

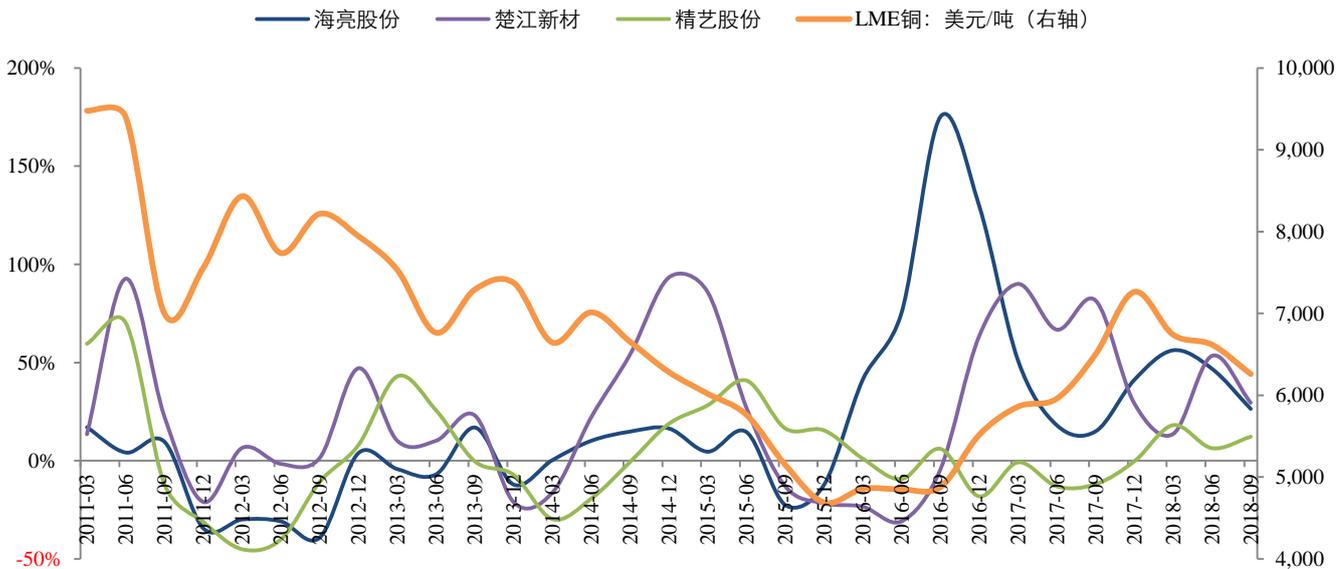
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

表 5：三家铜材加工企业产销情况（吨）

单位：吨	海亮股份	楚江新材	精艺股份
2017 年	447,311	281,300	58,067
2016 年	289,692	256,500	46,688

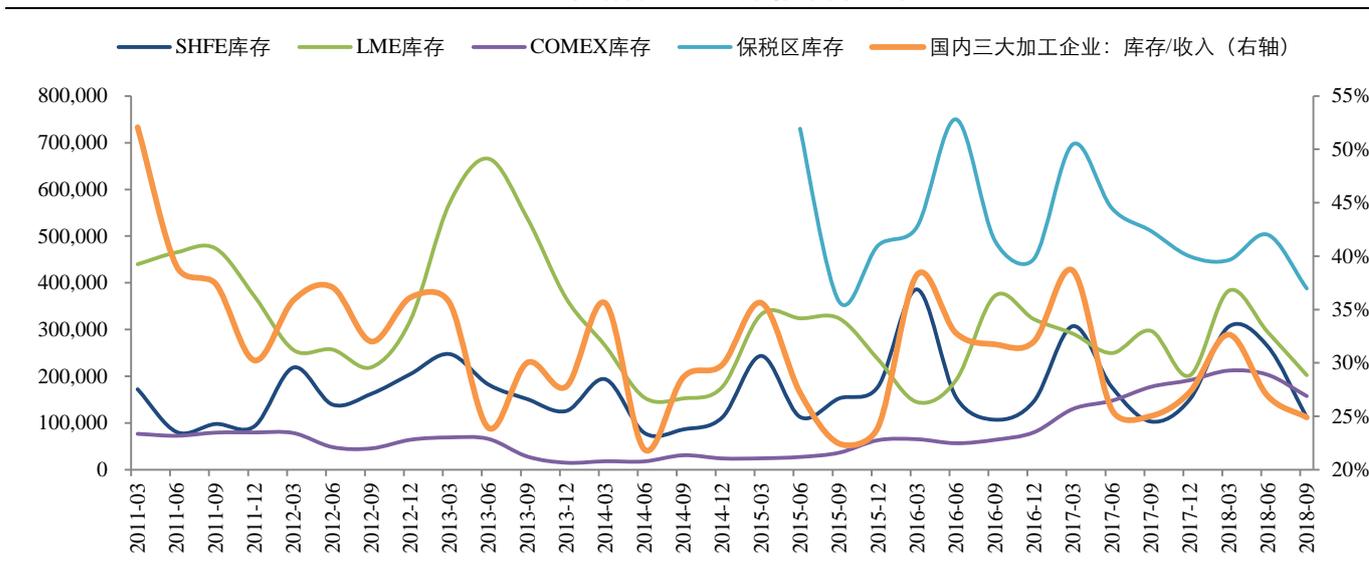
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：三家铜材加工厂库存同比变化（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：三家铜材加工厂库存/营收变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 终端制造业对库存更敏感，去库时间点提前

4.1 空调企业 2017 年四季度开始去库存

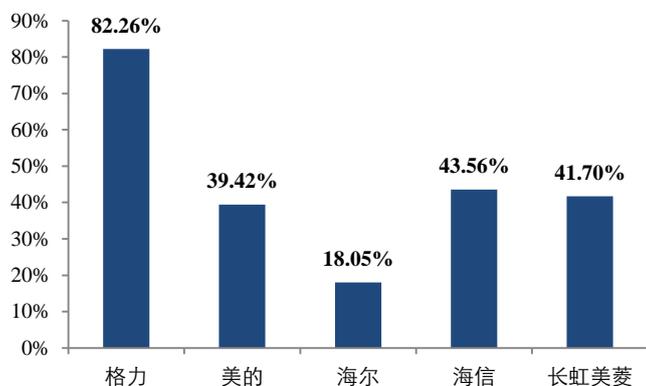
空调企业 2018 年前三季度整体销售收入增速下滑，尤其进入第三季度，长虹美菱、海信家电两个企业销售收入转入负增长。

库存角度看，空调企业似乎更早的进入去库存阶段，大部分企业自 2017 年四季度库存增速开始下滑，明显早于我们前面阐述的冶炼、铜材加工企业。背后主要的逻辑是终端企业对需求的感受更明显，一旦出现销售压力，会快速的主动通过去原料、在产品、产成品库存来减缓企业资金压力。

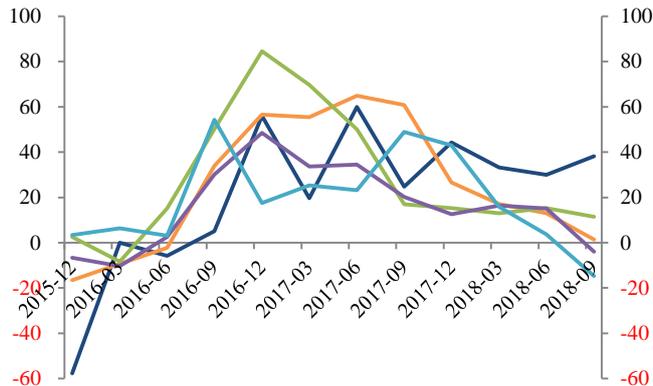
图 8：五大空调企业空调业务收入占比

图 9：五大空调企业季度销售收入变化 (%)

2017 年空调业务占比



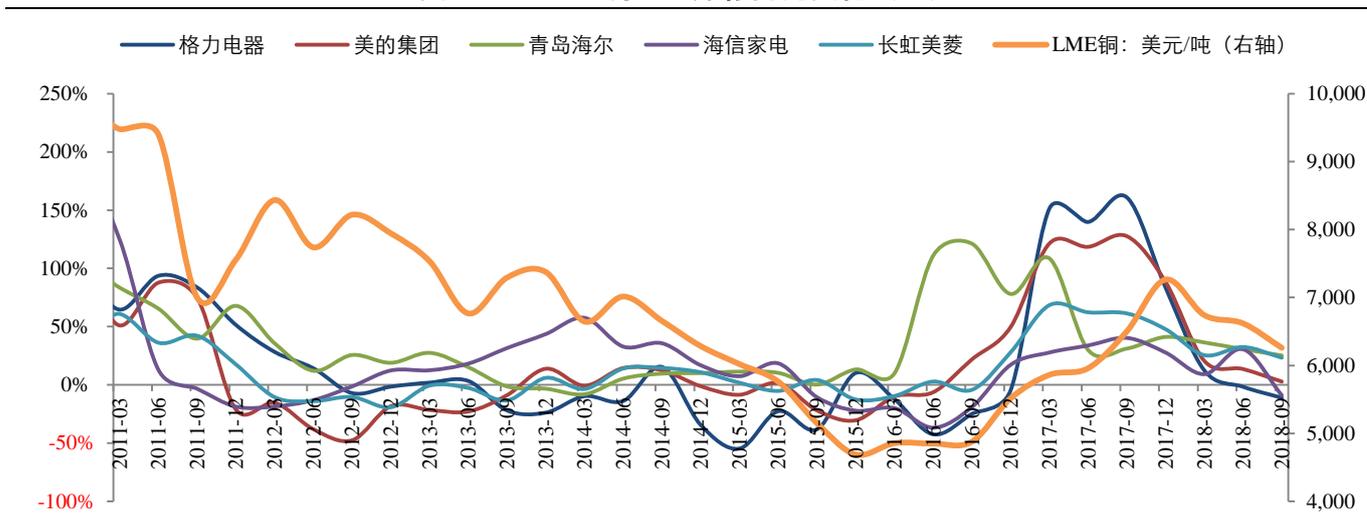
— 格力 — 美的 — 海尔 — 海信 — 长虹美菱



数据来源：Wind，兴证期货研发部

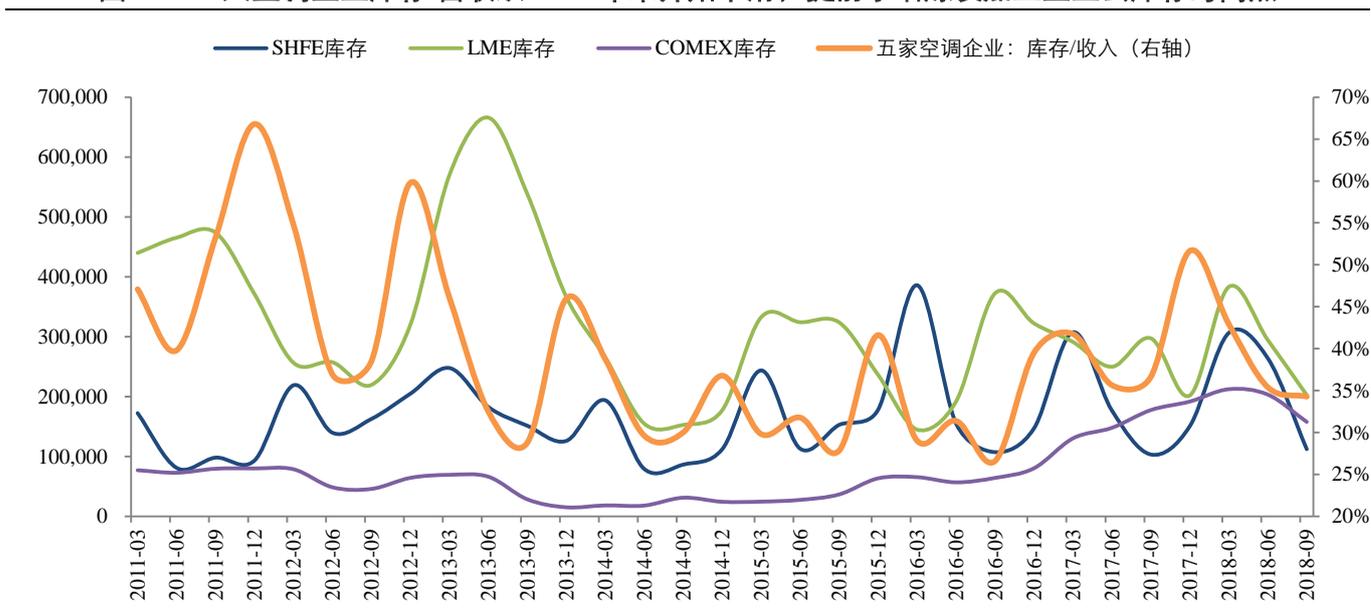
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10: 五大空调企业库存同比变化 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: 五大空调企业库存/营收从 2017 年末开始下滑，提前于冶炼及加工企业去库存时间点



数据来源：Wind，兴证期货研发部

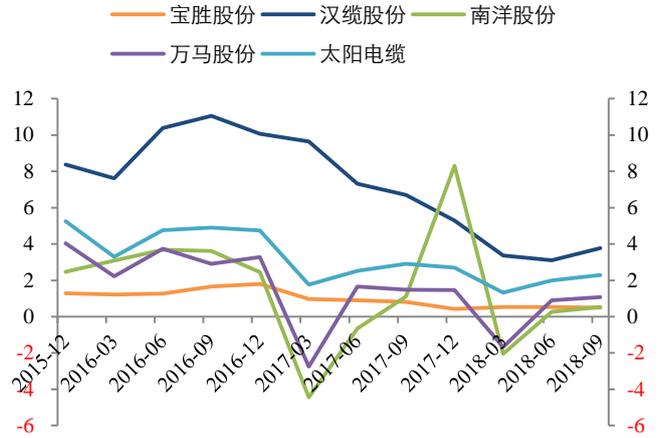
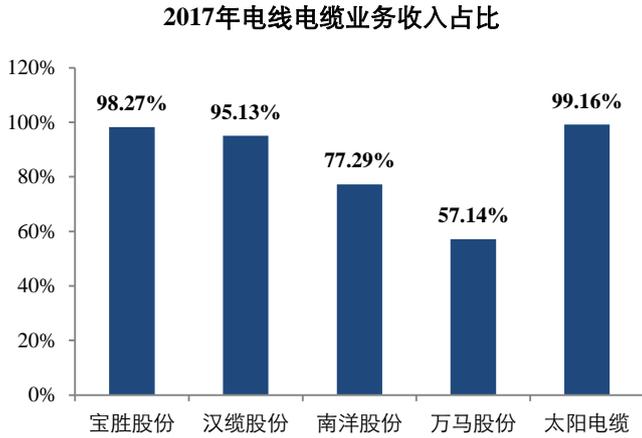
4.2 电力电缆企业也是在 2017 年四季度开始去库存

电力电缆企业整体毛利率较低，尤其 2018 年，企业盈利能力整体滑坡，对库存变化敏感性更高，大部分企业库存增速也在 2017 年四季度开始下滑。太阳电缆由于销售增速较快（20% 以上）导致 2018 年整体库存水平出

现快速增长。

图 12：企业电线电缆业务占比（%）

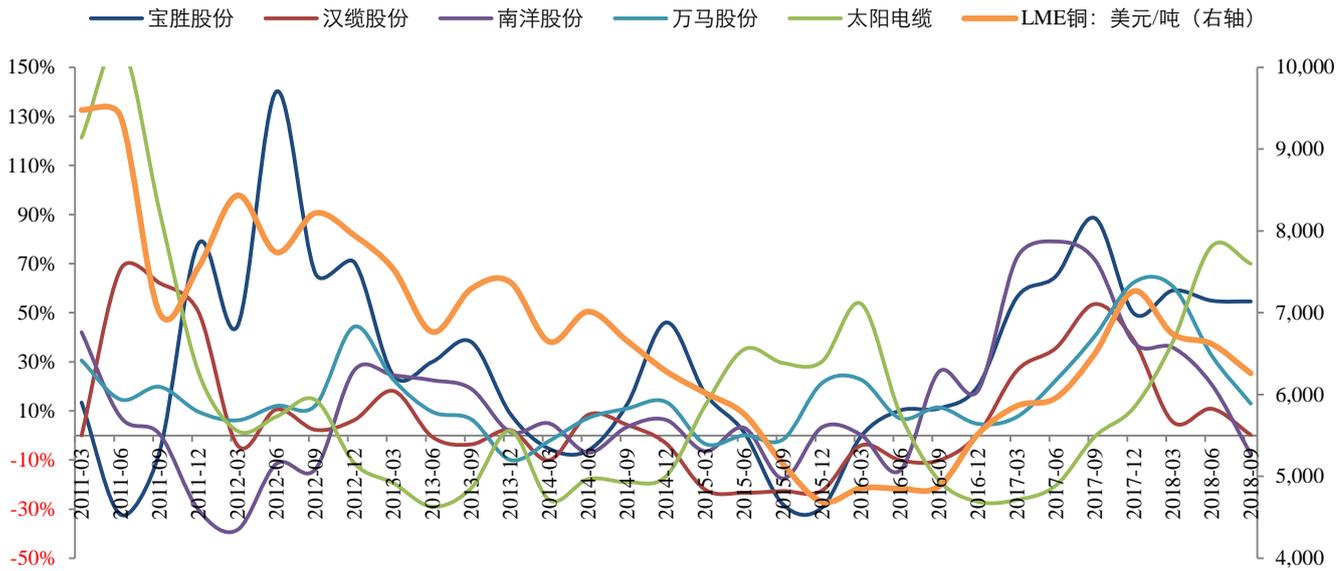
图 13：2018 企业销售净利率整体处于低位



数据来源：Wind，兴证期货研发部

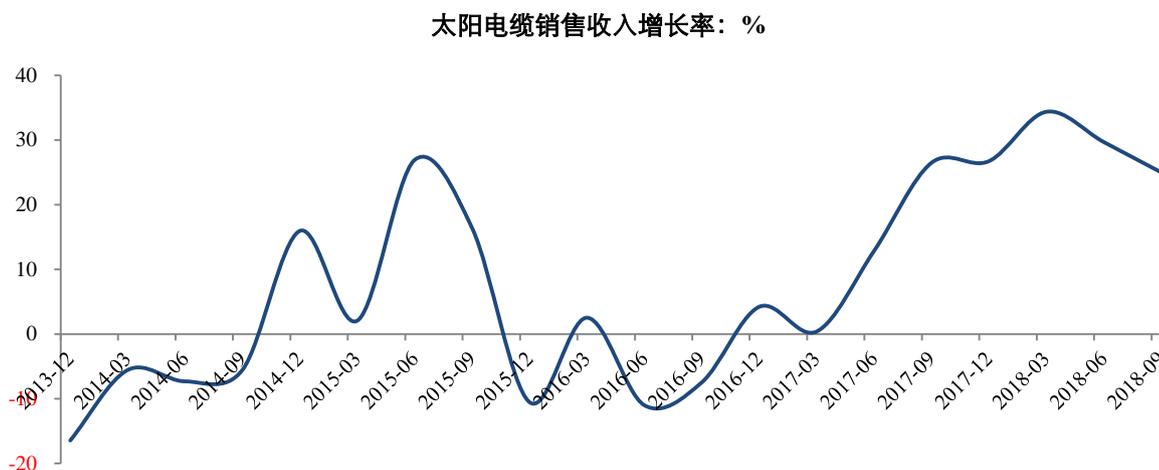
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：电线电缆企业库存同比变化（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15：2018 年前三季太阳电缆销售增长率维持在 20%，导致库存增速走高（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.小结：产业链上、中、下游生产企业一致主动去库存是导致铜库存快速下滑的重要推手

1. 2018 年三大交易所库存从 3 月份高点 90 万吨附近下滑至年末不足 35 万吨，下滑幅度超过 60%。本轮库存快速下滑伴随着铜价的走弱（历时 9 个月，产业链参与者主动去库存），这与 2002 年 4 月至 2005 年 6 月（历时 37 月，库存下滑伴随铜价上涨，被动去库存），2013 年 6 月至 2014 年 6 月（历时 12 个月，库存下滑伴随铜价震荡）两个阶段的铜库存快速下滑表现有所不同。

2. 海外库存下滑部分原因是冶炼厂（尤其印度 Vedanta 40 万吨冶炼厂 2018 年 3 月底开始关停）生产意外负面冲击，需求端欧美国家，尤其美国实体经济强劲支撑铜的消费。

3.国内库存下滑，除了基本上废铜、环保等因素，产业链上、中、下游生产制造企业主动去库存是本轮库存快速下滑的重要推手。

4.国内冶炼厂库存/营收的季节性变化基本与国内上期所库存变化一致。一般一季度大幅累库存，二、三季度大幅去库存，四季度开始逐步小幅累库存。三季度开始国内冶炼厂库存同比快速下滑至 0% 附近，这与交易所库存在三季度下滑速度加快的节奏一致（三季度 SHFE 库存下滑 57%）。

5.铜材加工厂去库存时点稍晚。铜材加工厂上游是较为强势的冶炼厂，

下游一般是终端制造企业。像空调制造企业体量大，一般需要的账期较长，在与铜材谈判中较为强势，导致在需求转差，销售不畅时，铜材加工企业的库存没法快速转移，这是导致铜材加工企业在产业链中去库存时点稍微滞后的主要原因。

6.终端制造企业早在 2017 年四季度开始去库存，明显早于冶炼厂与铜材加工厂。空调生产、电线电缆生产企业对需求的变化更敏感，一旦出现销售压力，会快速的主动通过去原料、在产品、产成品的库存来减缓企业资金压力。

综上，我们认为 2018 年 3 月份以来全球铜库存下滑的一个重要推手是铜产业链上，冶炼厂、铜材加工厂、终端制造业尤其是空调生产、电缆制造企业的主动去库存。

由于终端制造企业对销售变化更为敏感，产业链上空调、电缆制造企业率先进入去库存状态。冶炼厂库存季节性变化与上期所库存一致，进入三季度，国内冶炼厂去库速度加快。铜材加工厂去库存时点稍晚，这主要是由于其在产业链中相对弱势，上下游出货不畅时，铜材加工企业的库存没法快速转移。

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。