

铜矿增速下滑叠加库存低位，铜价 大概率继续反弹

兴证期货.研发中心

2019年02月10日 星期日

有色研究团队

孙二春

从业资格编号:F3004203

咨询资格编号:Z0012934

胡佳纯

从业资格编号:F3048898

胡悦

从业资格编号:F3050247

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

国内春节假日期间 LME 铜价累计上涨 60.5 美元/吨, 涨幅 0.99% (相较北京时间 2 月 1 日下午 3 点)。2018 年初至 2019 年 2 月 8 日 LME 3 月铜价累计跌 15%, 在有色金属中跌幅仅次于锌 (-18%), 铅 (-17%), 铝 (-17%)。

● 后市展望及策略建议

1. 已公布 7 家矿企 2018 年四季度产量增量 7.24 万吨, 2019 年产量预期-23.95 万吨。从矿企角度看, 已公布的 7 家矿企 2018 年四季度产量增 7.24 万吨, 增幅接近 4%。但 7 家矿企 2019 年产量预期负增长-23.95 万吨, 主要原因是 Freeport 旗下在印尼的 Grasberg 矿山由露天开采转为地下开采, 导致 Freeport 2019 年产量预期大幅下滑 23.18 万吨。

从全球矿山的角度看, 我们预期 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。

2. 冬季消费旺季推升铜管开工率季节性回升。空调行业进入消费旺季, 铜管消费好转, 开工率有所回升。据 SMM 调研, 2018 年 12 月铜管企业开工率为 74.71%, 环比增加 4.43%。

3. 电网投资继续大幅回升。据中电联最新数据 2018 年国内电网基本建设投资完成额 5373 亿元, 同比微幅转正 0.60%, 其中 12 月单月投资额达 862 亿元, 同比增 27.29%, 环比增 23.67%, 电网投资自 8 月份以来连续回暖, 支撑国内铜消费企稳。

4. 全球铜库存相对低位。截至 2019 年 2 月 1 日三大交



兴证期货有限公司
CHINA INDUSTRIAL SECURITIES FUTURES CO.,LTD.

易所仅为 36.87 万吨，同比 2018 年减少 30 万吨，处于近几年低位。国内春节假日期间，LME 库存微幅下滑 750 吨，至 149200 吨，COMEX 库存下滑 5925 吨，至 70126 吨。

春节期间，LME 铜价小幅上涨 1%。基本上，LME、COMEX 库存延续下滑，目前三大交易所库存仅为 36.87 万吨，同比 2018 年减少 30 万吨。供应端，根据我们的预测来看，2019 年铜矿增速下滑将制约精炼铜供应压力，需求端国内基建释放，家电、汽车等政策刺激出台将带动铜消费回暖。海外方面，虽然欧元区实体经济边际转弱，但美国制造业继续超预期回升，海外铜消费大概率维持稳定。综上，我们认为铜基本面存在边际改善，铜价或将继续反弹。仅供参考。

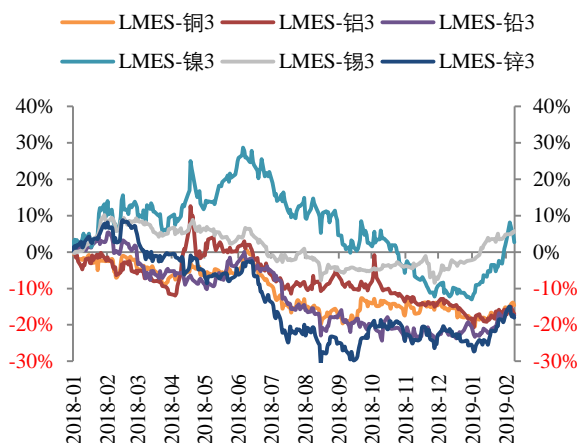
● 风险提示：

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 国际宏观货币层面风险加大，打压铜金融投机属性；
3. 中国宏观经济超预期下滑。

1. 行情回顾

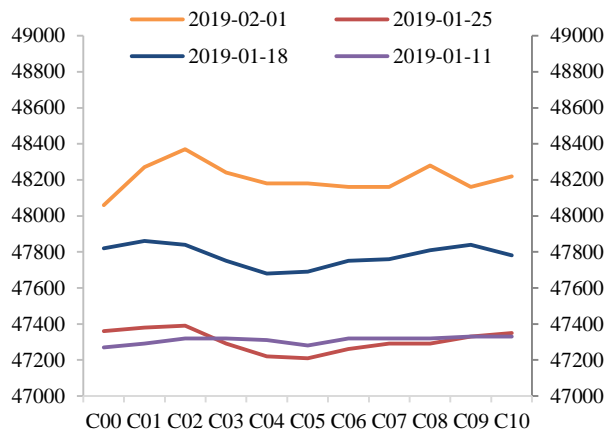
国内春节假日期间 LME 铜价累计上涨 60.5 美元/吨，涨幅 0.99%（相较北京时间 2 月 1 日下午 3 点）。2018 年初至 2019 年 2 月 8 日 LME 3 月铜价累计跌 15%，在有色金属中跌幅仅次于锌（-18%），铅（-17%），铝（-17%）。

图1 :LME各品种2018年涨跌幅



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 已公布 7 家矿企 2018 年四季度产量增量 7.24 万吨，2019 年产量预期-23.95 万吨

从矿企角度看，已公布的 7 家矿企 2018 年四季度产量增 7.24 万吨，增幅接近 4%。但 7 家矿企 2019 年产量预期负增长-23.95 万吨，主要原因是 Freeport 旗下在印尼的 Grasberg 矿山由露天开采转为地下开采，导致 Freeport 2019 年产量预期大幅下滑 23.18 万吨。

从全球矿山的角度看，我们预期 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。

A. 已公布 7 家矿企 2018 年四季度产量增量 7.24 万吨，2019 年产量预期-23.95 万吨

Freeport 由于印尼地区 Grasberg 矿山铜矿品位下滑，PT Smelting 意外检修影响矿石发货，导致 2018 年四季度产量大幅下滑 7.53 万吨（-16.48%）。公司 2019 年产量预期由于在印尼的 Grasberg 矿山由露天开采转为地下开采，相较 2018 年大幅下滑 23.18 万吨。

BHP 因 2018 年 9 月份 Spence 矿区电解厂火灾及后续检修影响，四季度产量仍小幅下滑 3%。

由于公司与 EMR Capital 关于交易出售 Cerro Colorado 的谈判终止，2019 财年产量预期再次上调 3.5 万吨至 174.55 万吨。

Glencore 四季度产量保持正增长。随着 Katanga 项目铜产量的持续释放，公司 2019 年产量预期仍有 8.63 万吨的增量。

Rio Tinto 方面，由于 Rio Tinto Kennecott 矿区矿石品位提高四季度产量大增 7.04 万吨 (36.38%)，

MMG 方面，Kinsevere 矿区几起设备故障导致开采矿石品位较低，以及位于老挝的 Sepon 矿区在 2018 年 11 月出售给赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司后四季度产量终止计入公司财报(对应 2017 年四季度产量 1.78 万吨)，公司四季度产量整体下滑 2.88 万吨 (-18.06%)。2019 年产量预期由于 Las Bambas 产量的恢复将上升 3.59 万吨。

Anglo American 由于旗下矿区矿石品位及回收率提高，四季度产量增 3.49 万吨 (23.49%)，2019 年产量预期下滑 2.33 万吨。

表 1: 已公布部分矿企 2018 年四季度产量增量 7.24 万吨

序号	公司名称	2018Q4 (万吨)	2017Q4 (万吨)	2018Q4 增量	2018Q4 同比	2018Q1-Q3 增量	2018Q1-Q3 同比	2018Q3 同比
1	Codelco					-2.69	-2.03%	-10.85%
2	Freeport-McMoRan	38.15	45.68	-7.53	-16.48%	12.79	10.37%	1.00%
3	BHP	41.62	42.90	-1.28	-2.98%	31.09	30.53%	1.24%
4	Glencore	39.06	36.32	2.74	7.54%	11.66	12.32%	20.85%
5	Grupo Mexico					-1.83	-2.44%	-0.87%
6	Antofagasta	22.00	17.78	4.22	23.73%	-2.12	-4.03%	4.50%
7	Rio Tinto	26.39	19.35	7.04	36.38%	16.26	33.75%	17.72%
8	KGHM Polska					-3.51	-7.01%	0.23%
9	MMG	13.07	15.96	-2.88	-18.06%	-5.16	-11.76%	-17.56%
10	Anglo American	18.35	14.86	3.49	23.49%	5.45	12.67%	16.63%
	小计	188.51	181.27	7.24	3.99%	51.67	6.96%	2.33%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

表 2: 已公布部分矿企 2019 年产量预期-23.95 万吨

序号	公司名称	2017 产量 (万吨)	2018 产量 (万吨)	2019E 增量	2019E 同比	2018 同比
1	Codelco	184.20				
2	Freeport-McMoRan	169.51	172.96	-23.18	-13.40%	2.03%
3	BHP	144.74	174.55	-5.30	-3.04%	20.60%
4	Glencore	130.97	145.37	8.63	5.94%	10.99%
5	Grupo Mexico	101.06				

6	Antofagasta	70.43	72.53	4.47	6.16%	2.98%
7	Rio Tinto	67.53	90.83	-9.83	-10.82%	34.50%
8	KGHM Polska	65.64				
9	MMG	59.82	51.78	3.59	6.93%	-13.44%
10	Anglo American	57.93	66.83	-2.33	-3.49%	15.36%
	小计	1017.61	731.81	-23.95		

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

备注：2019 年产量预期为公司产量预期区间的中间值。

B.从矿山角度看，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。

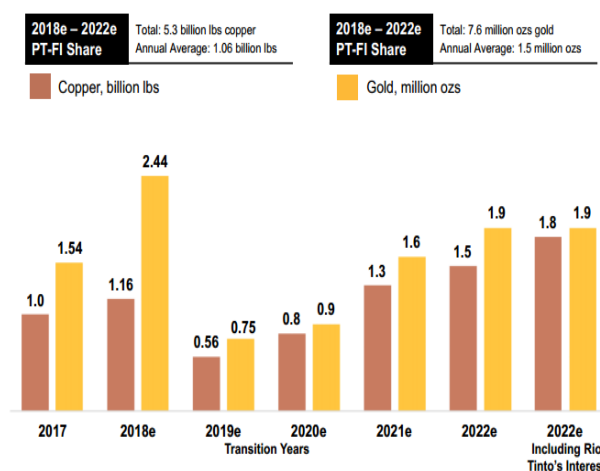
但是明年有一个比较大的减量，全球第二大矿山 Grasberg 由露天开采转为地下开采，铜矿产量将大幅下滑，根据 Freeport-McMoRan 三季度财报数据估算的销量减少大概是 27.2 万吨，由于 Grasberg 每年铜矿产出与销量差异不大，我们这里预计明年减少的铜矿产量等于销量减少的量 27.2 万吨。

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
增量：		
First Quantum	Cobre Panama	15
Glencore	katanga	15
Codelco	Chuquicamata	8.5
Grupo Mexico	Toquepala	5
其它		25
小计		68.5
减量：		
Freeport-McMoRan	Grasberg	-27.2
合计		41.3

图 3：Grasberg 由露天开采转为地下开采销量规划（10 亿磅）



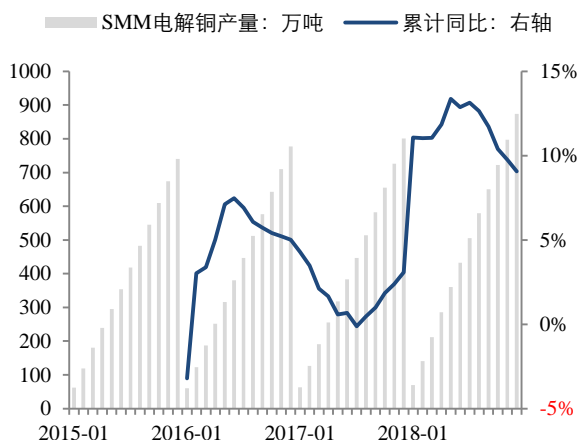
数据来源：公司公告、SMM、兴证期货研发部

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2.2 2018 年 12 月精炼铜产量同比 2.37%，2018 年累计增速 9.10%

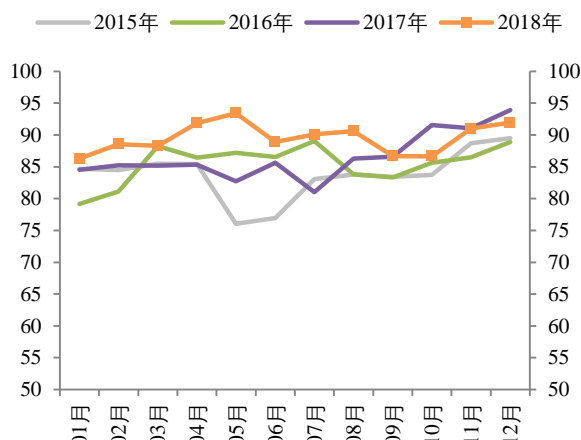
2018 年 12 月 SMM 中国精铜产量为 76.16 万吨，环比增长 2.08%，同比增长 2.37%。全年累计产量 873.42 万吨，累计同比增长 9.1%。12 月国内铜冶炼厂基本维持正常运行，未见检修对于产量的影响。根据 SMM 预估的 2019 年 1 月炼厂排产来看，1 月中国精铜产量将下降到 73.26 万吨，同比增长 4.52%，环比下降 3.8%。

图 4：国内电解铜产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 5：国内冶炼企业开工率（%）

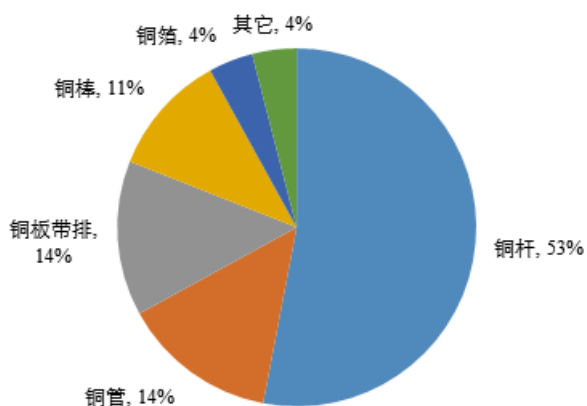


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.3 铜材开工：冬季消费旺季推升 12 月铜管开工率继续回升

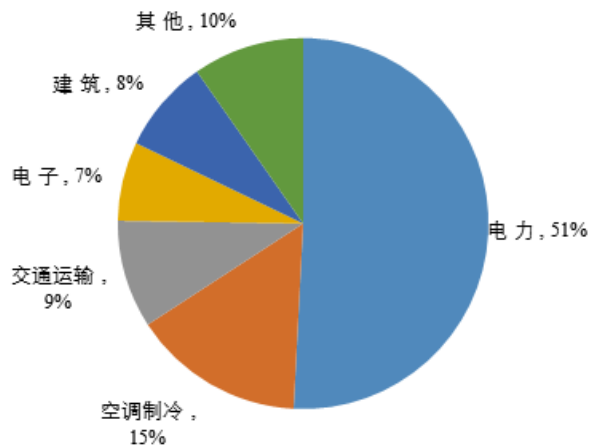
随着冬季来临，空调行业进入消费旺季，铜管消费好转，开工率有所回升。据 SMM 调研，2018 年 12 月铜管企业开工率为 74.71%，环比增加 4.43%。

图 6：国内铜消费按品种分布



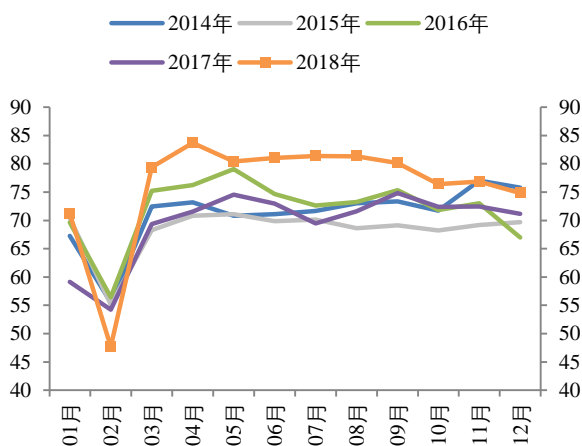
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 7：国内铜终端消费行业分布



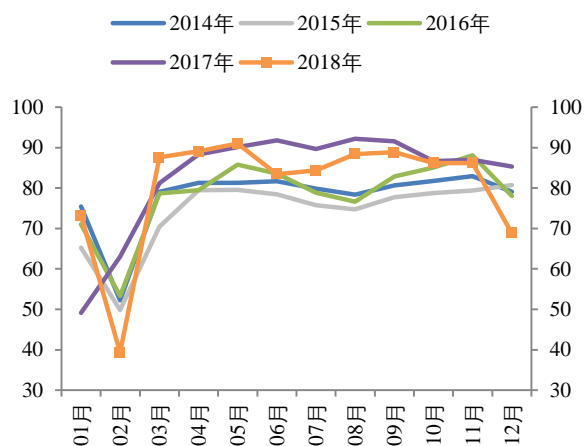
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 8: 铜杆企业开工率 (%)



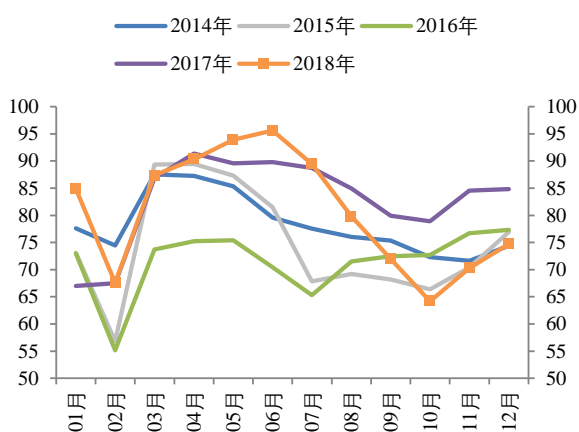
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 9: 电线电缆企业开工率 (%)



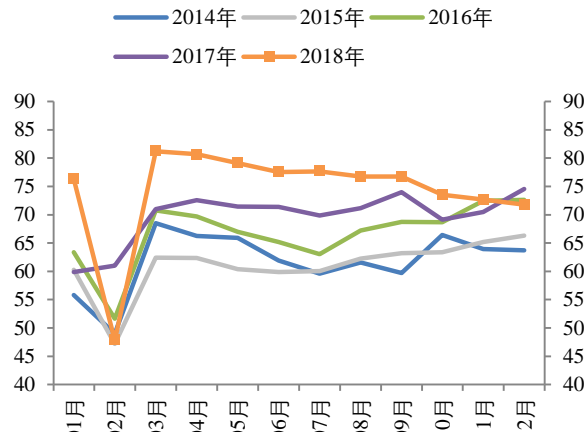
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 10: 铜管企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 11: 铜板带箔企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.4 终端行业: 空调产量继续回升

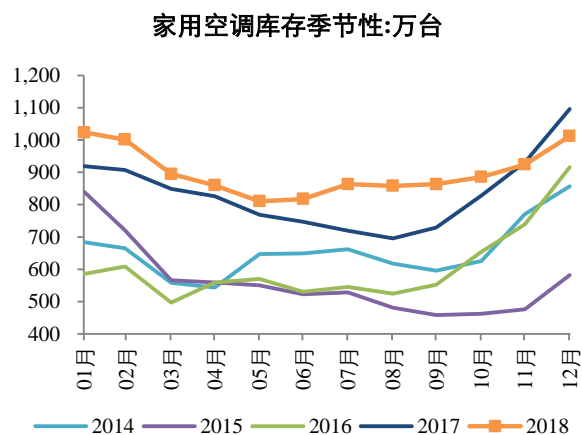
产业在线数据显示, 2018年12月家用空调总产量1157万台, 同比增加3.17%, 2018年全年国内家用空调总产量14985.2万台, 同比增速5.75%。12月空调库存环比11月回升87.70万台, 至1012.20万台。

图12:空调产量回升 (万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图13:空调库存 (万台)

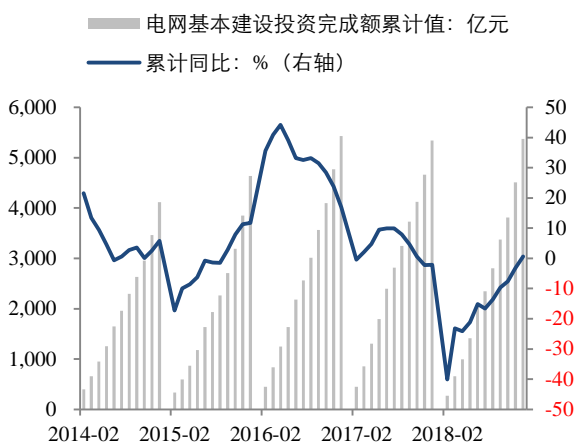


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 终端行业：12月电网投资继续回暖

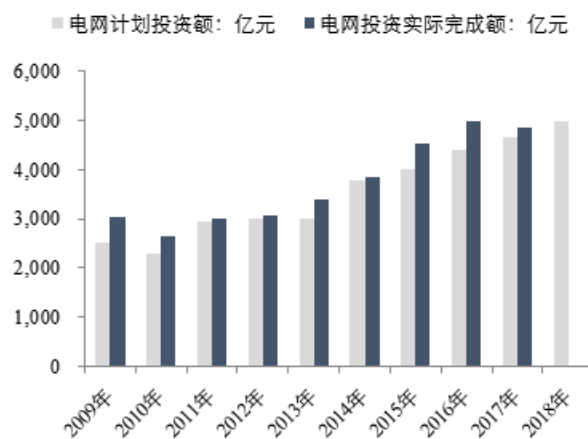
据中电联最新数据 2018 年国内电网基本建设投资完成额 5373 亿元,同比微幅转正 0.60%,其中 12 月单月投资额达 862 亿元,同比增 27.29%,环比增 23.67%,电网投资自 8 月份以来连续回暖,叠加空调产量回升,支撑国内铜消费企稳。

图 14: 电网基本建设投资



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 国家电网计划与实际投资完成额

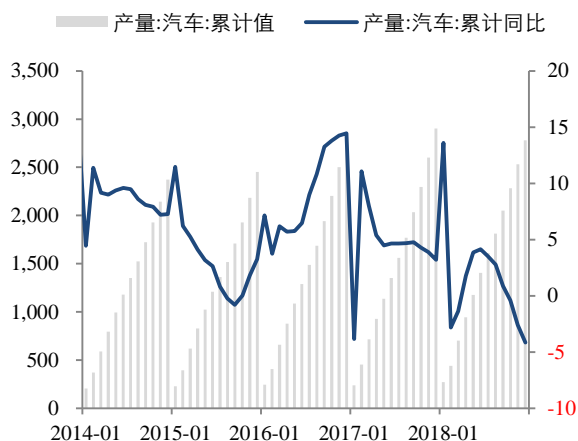


数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

2.6 终端行业：传统汽车行业表现较为低迷

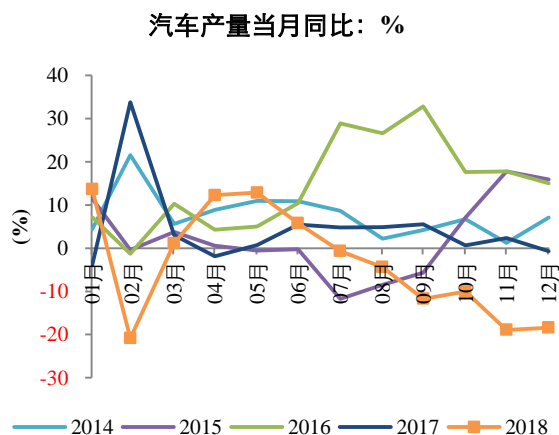
下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑,据中国汽车工业协会数据显示,2018年12月全国共生产汽车 248.22 万辆,同比下滑-18.39%,1-12 月生产汽车 2780.92 万辆,同比下滑至-4.16%的负增长。短期来看,1月前四周乘联会统计的日均销量有所恢复。

图16:汽车产量大幅下滑 (万辆, %)



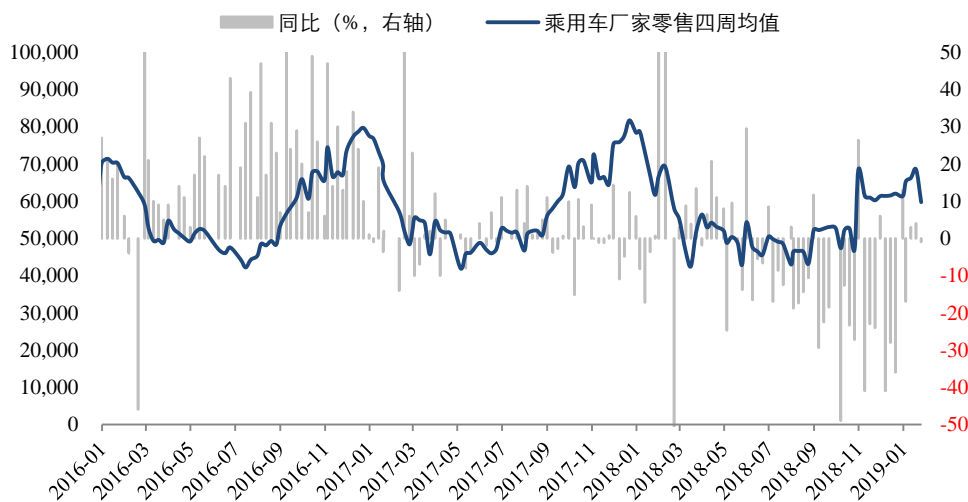
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图17:汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图18: 乘联会11月汽车销量仍未见好转 (单位: 辆/日)

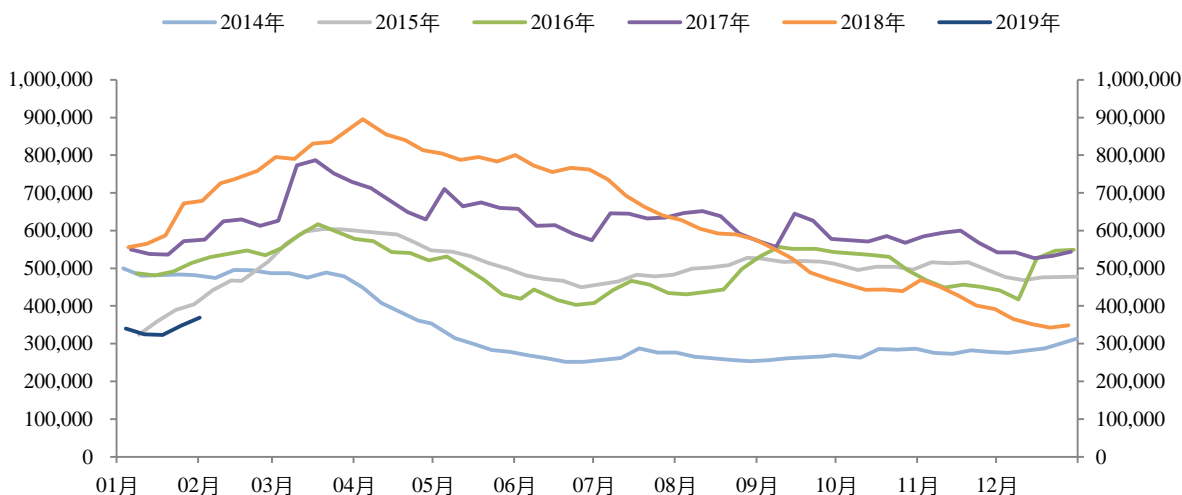


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 三大交易所库存处于低位

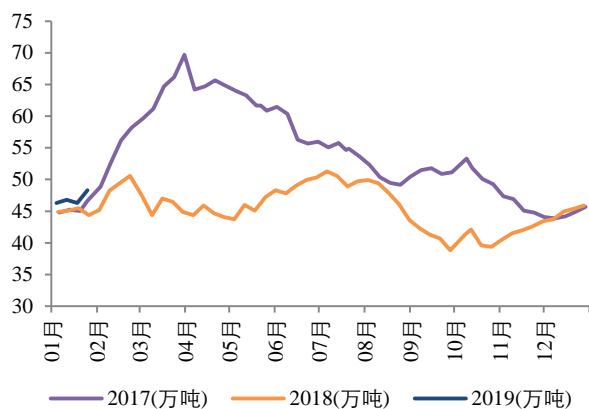
截至2019年2月1日三大交易所仅为36.87万吨, 同比2018年减少30万吨, 处于近几年低位。国内春节假日期间, LME库存微幅下滑750吨, 至149200吨, COMEX库存下滑5925吨, 至70126吨。

图 19：三大交易所库存低于去年同期 30 万吨



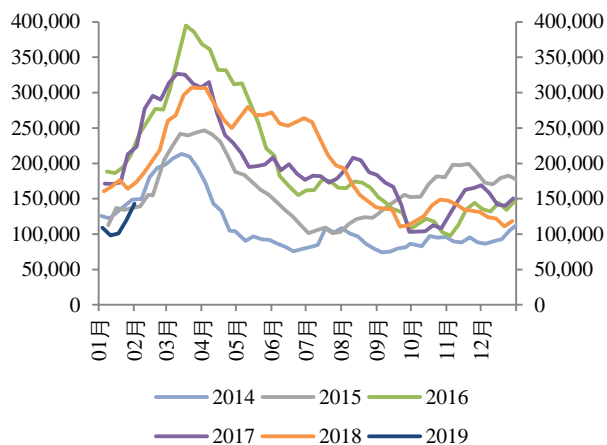
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：保税区库存季节性（万吨）



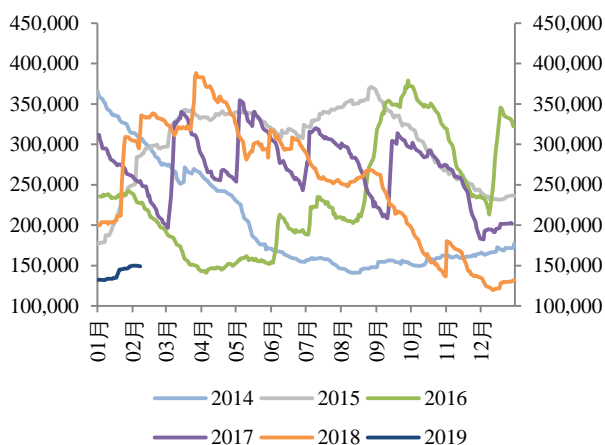
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：上期所铜库存季节性（吨）



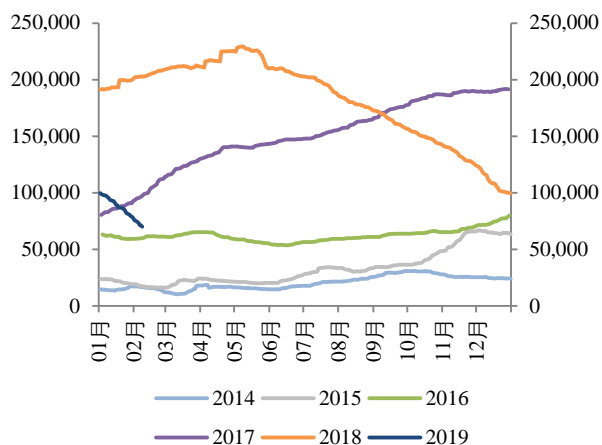
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: COMEX 铜库存季节性 (吨)



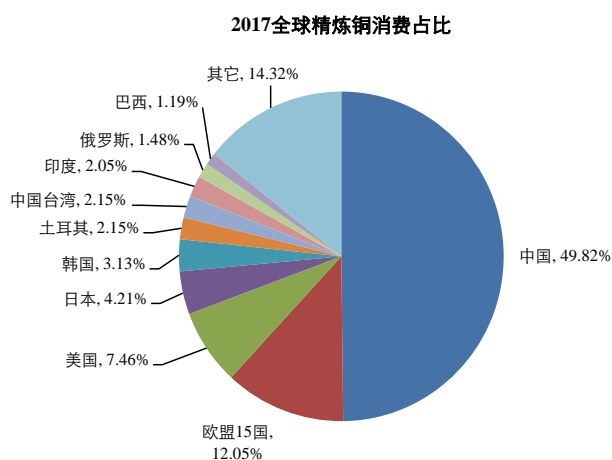
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面

3.1 美国 1 月制造业 PMI 超预期回升

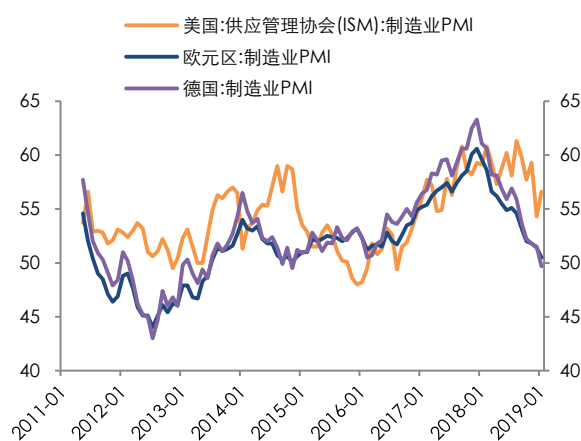
欧美国国家精铜消费占全球比例在 20%左右, 是中国以外最大的两个消费区域。美国实体经济维持强劲, 欧洲制造业边际转弱, 但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态, 尤其美国, ISM 1 月制造业 PMI 反升至 56.60 高位。我们认为海外市场对铜消费大概率维持稳定。

图 24: 欧美国国家铜消费占比 20%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 美国制造业表现强劲, 欧洲边际走弱



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 铜金融属性相关指标

1月美元指数小幅走弱,月末收于95.5533。国内春节期间,美元指数上涨1.08%,至96.638。

图26: 美元指数与铜价走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 结论

1. 已公布7家矿企2018年四季度产量增量7.24万吨,2019年产量预期-23.95万吨。

从矿企角度看,已公布的7家矿企2018年四季度产量增7.24万吨,增幅接近4%。但7家矿企2019年产量预期负增长-23.95万吨,主要原因是Freeport旗下在印尼的Grasberg矿山由露天开采转为地下开采,导致Freeport2019年产量预期大幅下滑23.18万吨。

从全球矿山的角度看,我们预期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。

2. 冬季消费旺季推升铜管开工率季节性回升。空调行业进入消费旺季,铜管消费好转,开工率有所回升。据SMM调研,2018年12月铜管企业开工率为74.71%,环比增加4.43%。

3. 电网投资继续大幅回升。据中电联最新数据2018年国内电网基本建设投资完成额5373亿元,同比微幅转正0.60%,其中12月单月投资额达862亿元,同比增27.29%,环比增23.67%,电网投资自8月份以来连续回暖,支撑国内铜消费企稳。

4. 全球铜库存相对低位。截至2019年2月1日三大交易所仅为36.87万吨,同比2018年减少30万吨,处于近几年低位。国内春节假日期间,LME库存微幅下滑750吨,至149200吨,COMEX库存下滑5925吨,至70126吨。

春节期间,LME铜价小幅上涨1%。基本上,LME、COMEX库存延续下滑,目前

三大交易所库存仅为 36.87 万吨,同比 2018 年减少 30 万吨。供应端,根据我们的预测来看,2019 年铜矿增速下滑将制约精炼铜供应压力,需求端国内基建释放,家电、汽车等政策刺激出台将带动铜消费回暖。海外方面,虽然欧元区实体经济边际转弱,但美国制造业继续超预期回升,海外铜消费大概率维持稳定。综上,我们认为铜基本面存在边际改善,铜价或将继续反弹。仅供参考。

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。