

电网投资计划回升叠加库存相对低位，铜价有望继续走强

兴证期货·研发中心

2019年03月04日 星期一

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

2月份LME铜价大涨317.5美元/吨，涨幅5.15%。截至3月1日，本年LME铜价累计涨9%，在有色金属中涨幅次于镍（24%），锌（13%），锡（11%）。

● 后市展望及策略建议

1. 铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解。2019年全球铜矿产量增量37.8万吨，铜矿供应增速下滑至2%以下，远远低于2018年，铜矿产量增速大幅下滑长期支撑铜价。截至3月1日，铜矿加工费TC从年初92美元/吨下滑至77.5美元/吨，已经低于2019年长单加工费（80.8美元/吨），市场对铜矿释放相对冶炼产能偏紧的预期正在逐步兑现。

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，2019年精炼铜供应增速难以提升。vedanta旗下40万吨冶炼产能复产受阻，海外精炼铜供应偏紧状态短期难以改变。

4. 国内基建等刺激预期对冲海外实体经济边际走弱，铜消费大概率持稳。国内基建刺激预期强烈，截至3月1日，本年地方债发行规模已经达到7821.38亿元，其中2月15日至21日当周发行1976.27亿，2月25日至3月1日当周发行1665.45亿，近期发行速度明显加快，未来有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

电网投资作为基建刺激的重要领域，有望延续2018年8月份以来持续的恢复性增长状态。2月27日最新公布的国家

电网社会责任报告显示，国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元，比 2018 年实际完成额上升 4.84%。

虽然海外发达国际实体经济边际转弱，但结合海内外来看，我们认为铜消费出现大问题概率不大，对铜价难以形成实质性的拖累。

5.全球铜显性库存处于低位。截至 2019 年 3 月 1 日三大交易所仅为 40.44 万吨，同比 2018 年减少 39 万吨，处于近几年低位。海外 LME，COMEX 库存持续下滑，LME 铜现货价格已经升水期货，随着 vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂复产受阻，海外精铜供应相对紧张局面短期难以缓解。

基于以上分析，我们认为在供应压力逐步缓解，基建刺激带动电网投资回暖，全球显性库存处于相对低位的供需格局下，铜价有望继续走强。仅供参考。

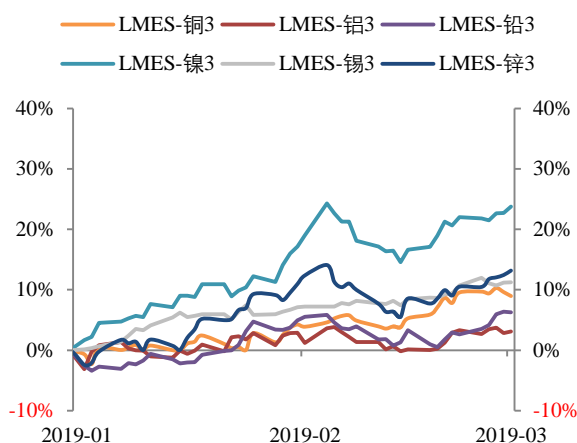
● 风险提示：

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

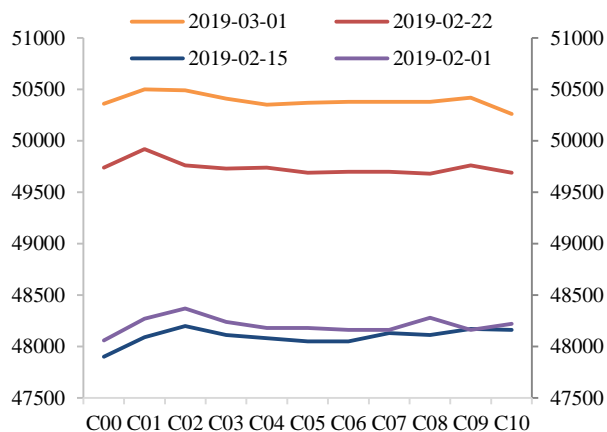
2 月份 LME 铜价大涨 317.5 美元/吨，涨幅 5.15%。截至 3 月 1 日，本年 LME 铜价累计涨 9%，在有色金属中涨幅次于镍（24%），锌（13%），锡（11%）。

图1 :LME各品种2019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：铜矿供应增速下滑驱动铜价重心上移

2.1 供应：铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解

从矿企角度看，根据我们对全球主要十几家公司 2019 年铜矿产量预期来看，铜矿产量增速快速下滑。已公布的 11 家公司铜矿产量预期负增长-2.68 万吨，远远低于 2108 年实际的正 8.43% 的增速。

从矿山角度看，2019 年 2 月 20 日 Glencore 最新公告宣布调整非洲 Mutanda 矿区开采计划，Mutanda 矿区 2019 年产量增量下调 10 万吨。叠加全球第二大矿山 Grasberg 由露天开采转为地下开采，损失大约 27.2 万吨产量，我们预期全球 2019 年铜矿产量增量仅有 37.8 万吨，增速下滑至 2% 以下。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，Vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能复产受阻，海外精炼铜供应相对偏紧的状态短期难以改变。

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. 已公布 11 家矿企 2019 年产量预期-2.68 万吨

Glencore 四季度产量保持正增长。2019 年 2 月 20 日 Glencore 最新公告宣布调整非洲 Mutanda 矿区矿山开采计划，Mutanda 矿区 2019 年产量增量下调 10 万吨，公司 2019 年产量计划随着下调至 150 万吨左右，相较 2018 年增量仅为 4.63 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。

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 2019 年产量预期-2.68 万吨

序号	公司	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	4.63	3.18%	10.99%
5	Grupo Mexico	101.06	100.21	12.57	12.55%	-0.84%
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%
11	First Quantum	57.40	60.59	11.16	18.42%	5.56%
12	Norilsk	40.11	47.37	0.93	1.97%	18.09%
13	Teck Resources	28.70	29.40	0.60	2.04%	2.44%
	小计	893.98	969.37	-2.68	-0.28%	8.43%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2.1.2 预计全球新增铜矿产量 37.8 万吨，增速下滑至 2%以下

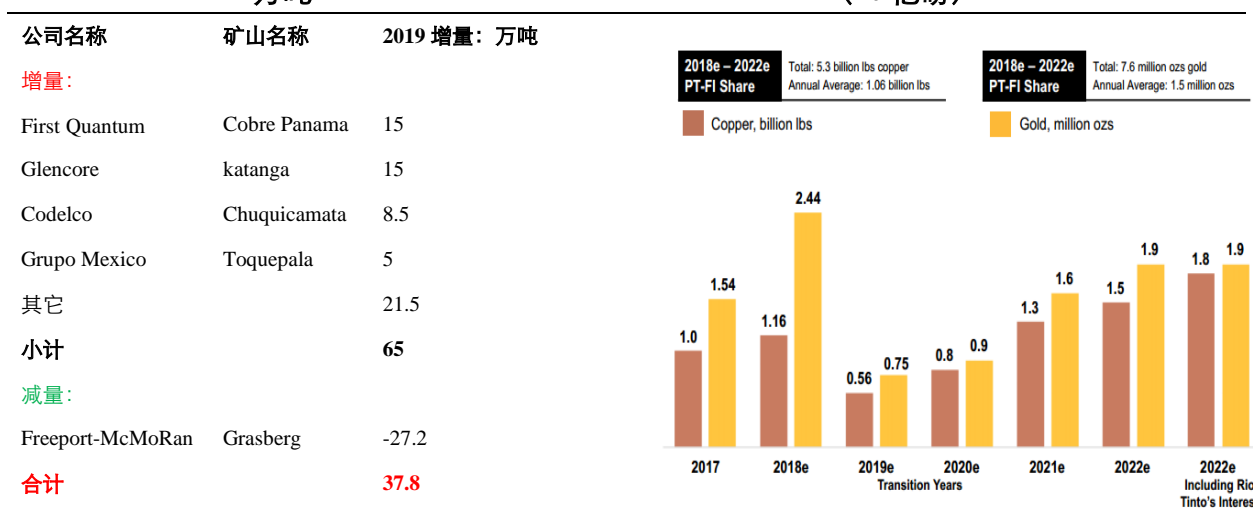
2019 年主要的矿山增量有两个，First Quantum 在巴拿马的 cobre Panama 项目，Glencore 在刚果金的 katanga 地区矿山产量继续释放 15 万吨。其它还有 Codelco 旗下的 Chuquicamata 释放大约 8.5 万吨，以及墨西哥集团子公司南方铜业在秘鲁的 Toquepala 释放 5 万吨的增量。

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 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。

2019 年 2 月 20 日 Glencore 最新公告宣布调整非洲 Mutanda 矿区开采计划，Mutanda 矿区 2019 年产量增量下调 10 万吨。

结合 Grasberg 的减量以及最新 Mutanda 的产量调整来看，我们预计 2019 年铜矿产量只有 37.8 万吨，增速下滑至 2%以下，远远低于 2018 年铜矿产出增速。

表 2: 预期 2019 年全球矿山产量增量 37.8 万吨 **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

2.1.3 国内冶炼产能加速投放，但受制于原料供应，精炼铜产量增速有限

由于铜矿加工费处于相对高位，冶炼厂盈利较好，国内冶炼产能近两年开始大规模投放。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。

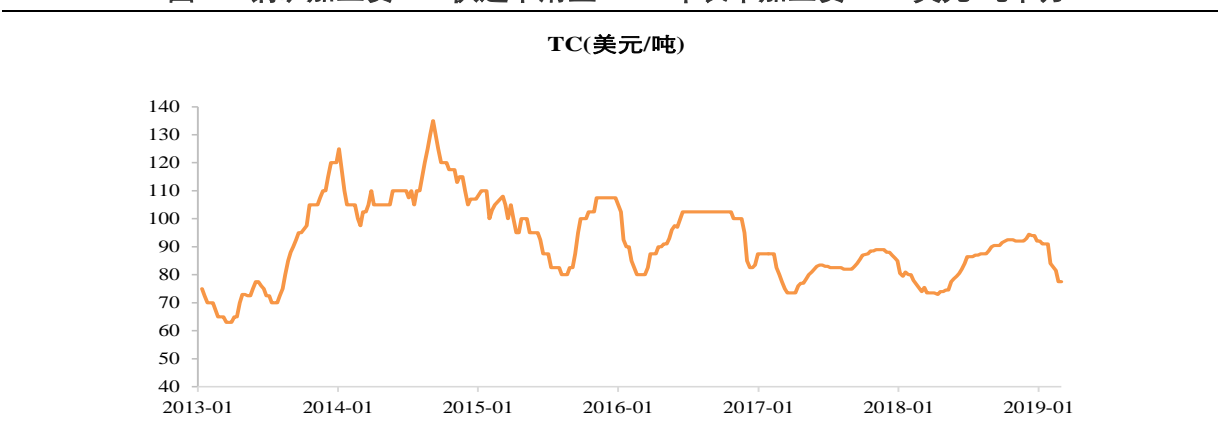
春节后，国内铜精矿加工费快速下滑。截至 3 月 1 日，TC 从年初 92 美元/吨下滑至 77.5 美元/吨，已经低于 2019 年长单加工费（80.8 美元/吨），市场对铜矿释放相对冶炼产能偏紧的预期正在逐步兑现。

表 3：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		

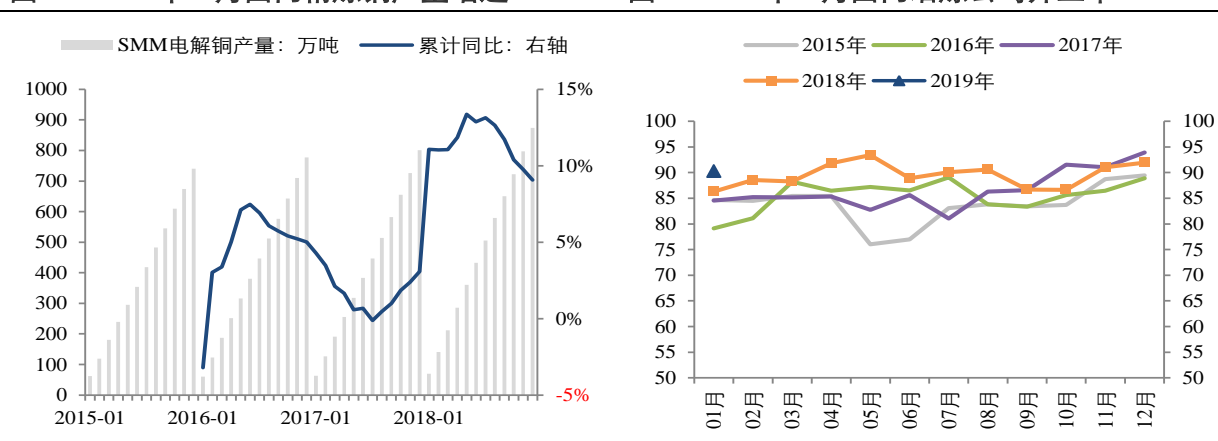
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 4：铜矿加工费 TC 快速下滑至 2019 年长单加工费 80.8 美元/吨下方



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：2019 年 1 月国内精炼铜产量增速 5.22% **图 6：2019 年 1 月国内冶炼公司开工率 90.27%**



数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.1.4 外生因素干扰海外冶炼厂生产

vedanta 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）由于环保等因素自 2018 年 3 月 26 日起关停，2019 年 2 月中旬印度最高法院(Supreme Court)推翻了绿色法庭 2018 年 12 月提出的重启冶炼厂的命令，冶炼厂复产遥遥无期。

虽然 vedanta 旗下 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。

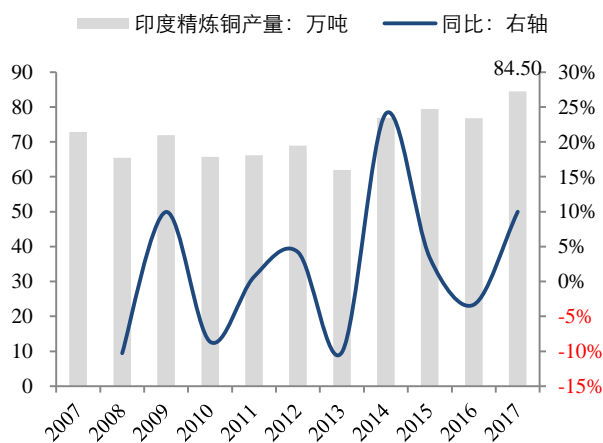
表 4: Vedanta 阴极铜产量（万吨）

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

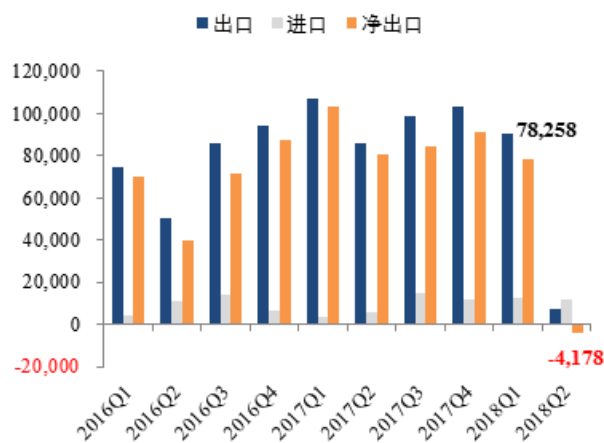
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 7: 2017 年印度精炼铜产量仅为 84.5 万吨

图 8: 印度 2018 年二季度转为精炼铜净进口国 (吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

2.2 需求：国内基建等刺激预期对冲海外实体经济边际走弱，铜消费大概率持稳

国内基建刺激预期强烈，截至 3 月 1 日，本年地方债发行规模已经达到 7821.38 亿元，其中 2 月 15 日至 21 日当周发行 1976.27 亿，2 月 25 日至 3 月 1 日当周发行 1665.45 亿，近期发行速度明显加快，未来有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

电网投资作为基建刺激的重要领域，有望延续 2018 年 8 月份以来持续的恢复性增长状态。2 月 27 日最新公布的国家电网社会责任报告显示，国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元，比 2018 年实际完成额上升 4.84%。

虽然海外发达国家实体经济边际转弱，但结合海内外来看，我们认为铜消费出现大问题概率不大，对铜价难以形成实质性的拖累。

2.2.1 基建刺激有望提振国内铜消费

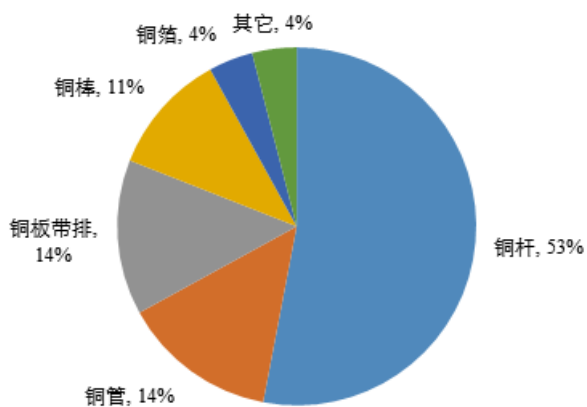
截至 3 月 1 日，本年地方债发行规模已经达到 7821.38 亿元，其中 2 月 15 日至 21 日当周发行 1976.27 亿，2 月 25 日至 3 月 1 日当周发行 1665.45 亿，近期发行速度明显加快，未来有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

表 5：地方债发行规模已经达到 7821.38 亿元

类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)
地方政府债	177	3.34	7821.38

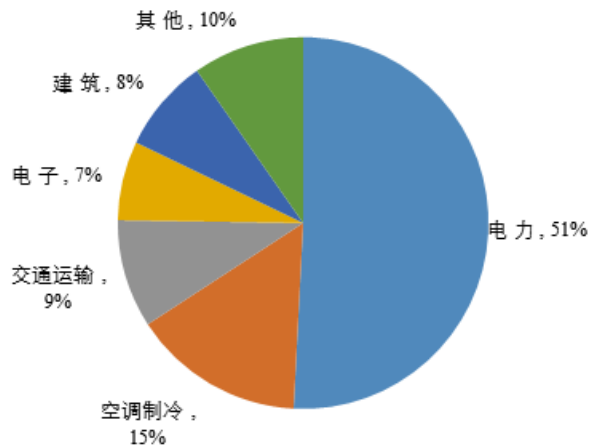
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 9：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

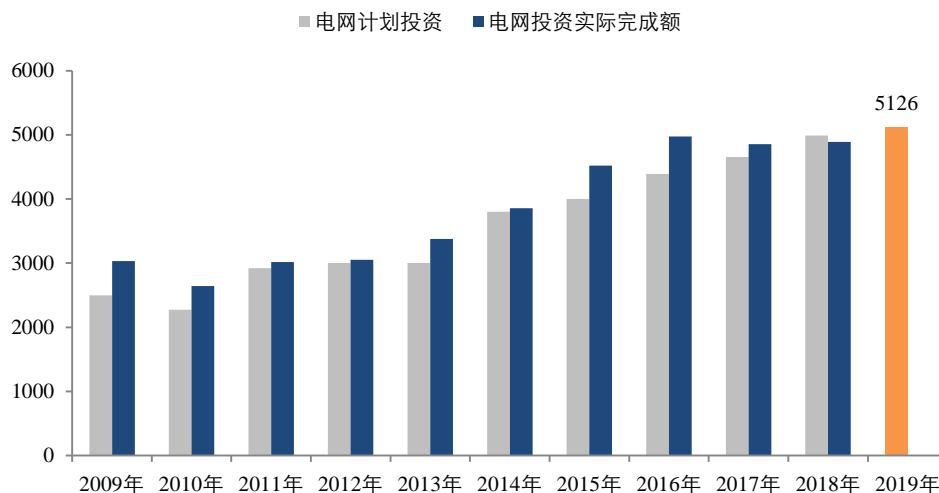
图 10：国内铜终端消费行业分布



数据来源：安泰科，兴证期货研发部

电网投资作为基建刺激的重要领域，有望延续 2018 年 8 月份以来持续的恢复性增长状态。2 月 27 最新公布的国家电网社会责任报告显示，国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元，比 2018 年实际完成额上升 4.84%。

图 11：国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：2018 年 8 月份以来电网投资持续恢复



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13：基建投资增速有望恢复向上

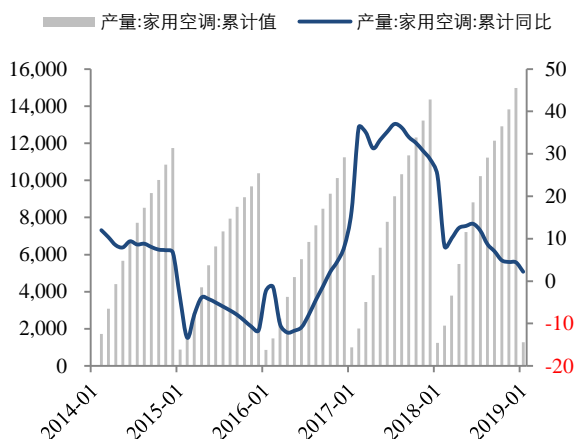


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.2 空调产量继续回升

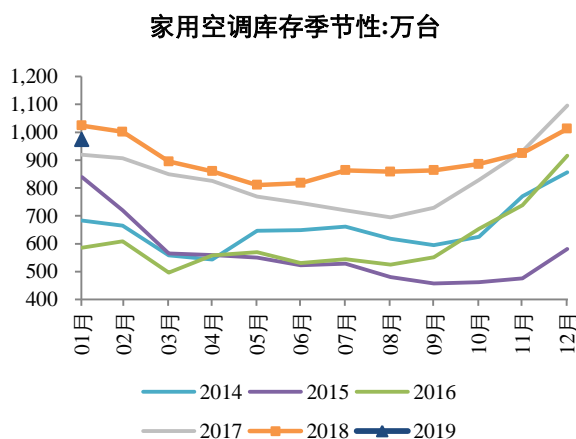
产业在线数据显示，2019 年 1 月家用空调总产量 1270.5 万台，同比增加 2.20%，自 2018 年 11 月份以来，空调产量维持单月正增长。1 月空调库存环比去年 12 月下滑 38.2 万台，至 974 万台，空调库存压力相对弱于去年同期。

图 14: 空调产量继续回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 空调库存季节性低位

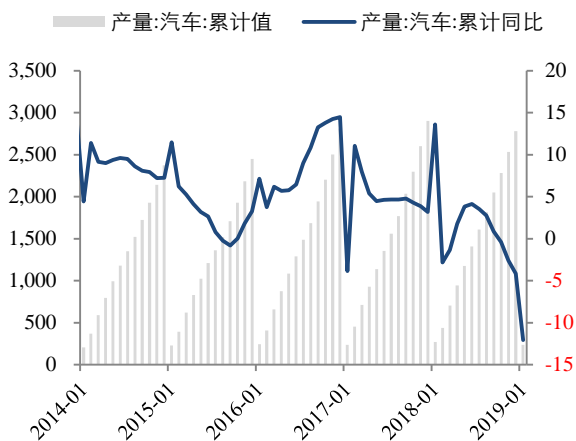


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.3 传统汽车表现低迷

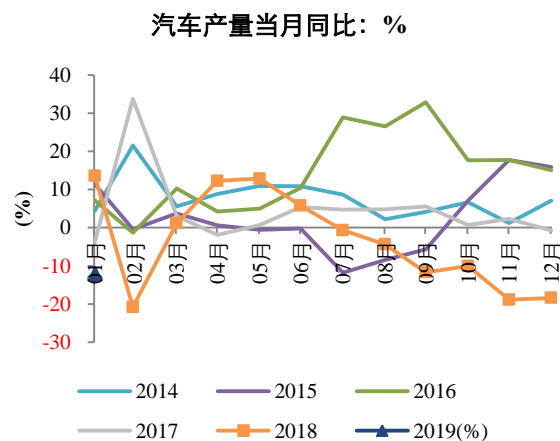
2018年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑,据中国汽车工业协会数据显示,2019年1月全国共生产汽车 236.52 万辆,同比下滑-12.05%,传统汽车对铜消费的拖累未见好转。

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2月前三周汽车销量情况 (单位: 辆/日)

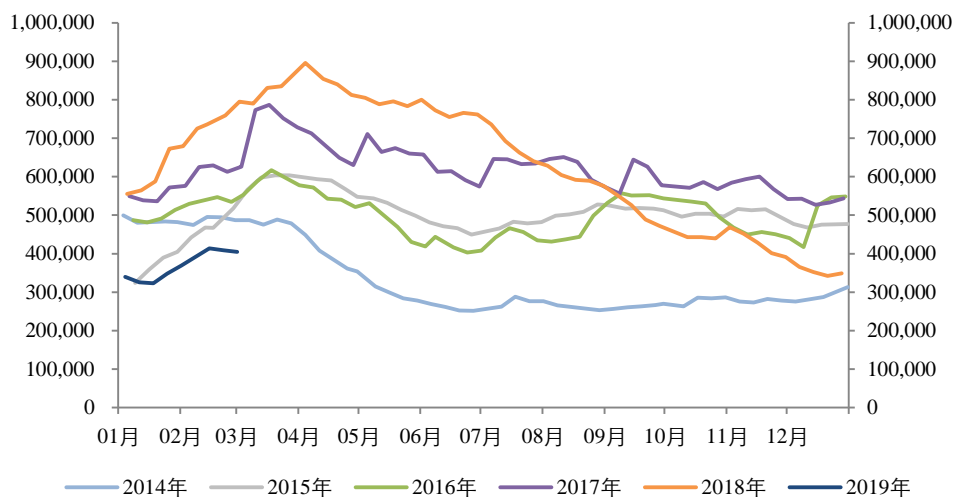


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 全球铜显性库存处于季节性低位

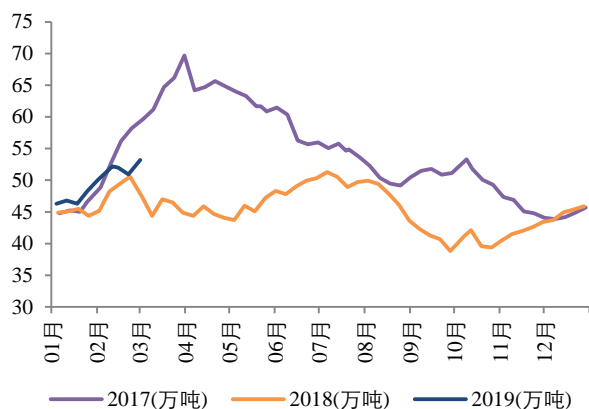
截至 2019 年 3 月 1 日三大交易所仅为 40.44 万吨, 同比 2018 年减少 39 万吨, 处于近几年低位。海外 LME, COMEX 库存持续下滑, LME 铜现货价格已经升水期货, 随着 vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂复产受阻, 海外精铜供应相对紧张局面短期难以缓解。

图 19: 三大交易所库存低于去年同期 39 万吨



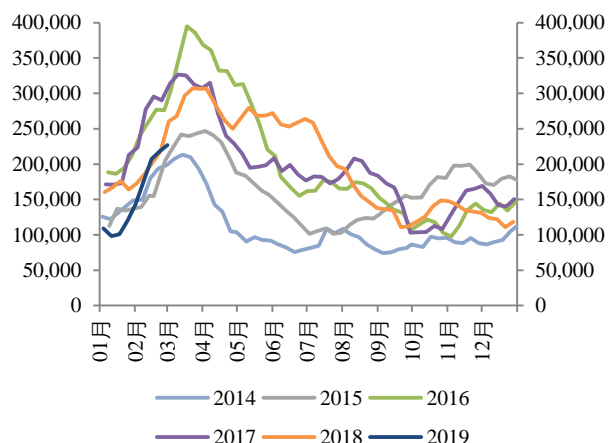
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 保税区库存季节性 (万吨)



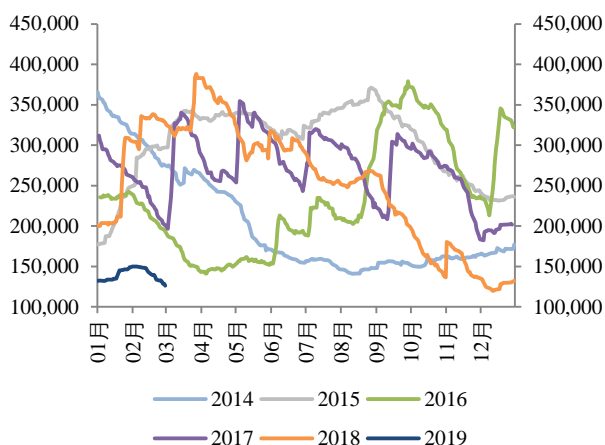
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 上期所铜库存季节性 (吨)



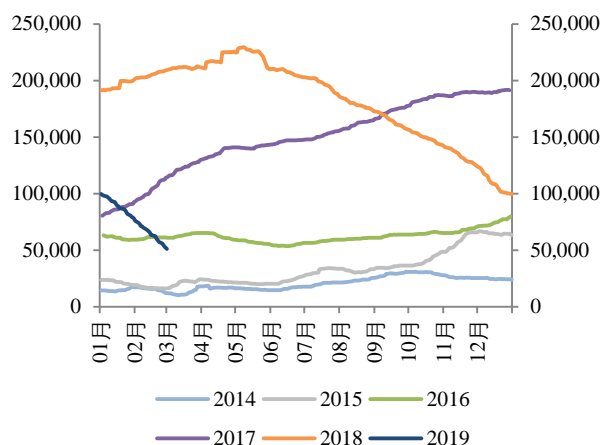
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



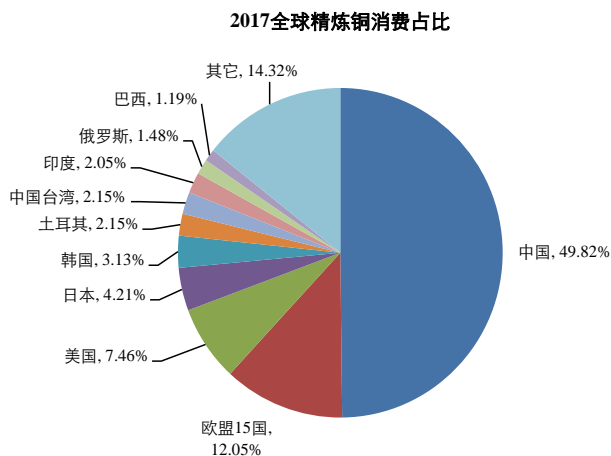
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面

3.1 海外欧美发达国家制造业 PMI 边际转弱

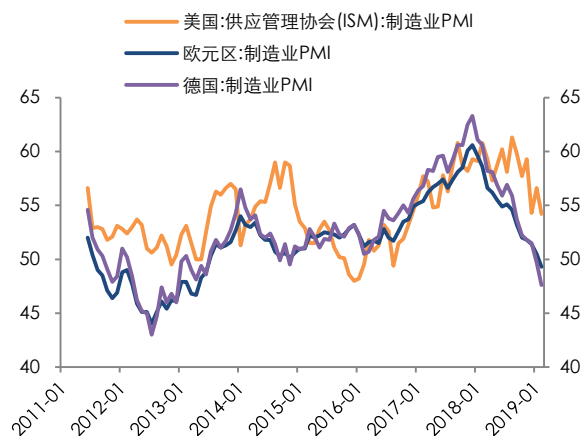
欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右, 是中国以外最大的两个消费区域。海外欧美发达国家制造业边际转弱, 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 下滑至 54.20, 欧元区 2 月制造业 PMI 下滑至荣枯线下方 49.30, 其中德国制造业 PMI 已经跌至 47.6 低位。整体看, 欧美发达国家实体经济在逐步转弱, 对铜的消费相对不太乐观。

图 24：欧美国铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：欧美发达国家制造业 PMI 边际转弱



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 铜金融属性相关指标

截至 3 月 1 日，美元指数小幅走弱，月末收于 96.4637，较 2 月初上涨 0.89%。

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. 铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解。2019 年全球铜矿产量增量 37.8 万吨，铜矿供应增速下滑至 2% 以下，远远低于 2018 年，铜矿产量增速大幅下滑长期支撑铜价。截至 3 月 1 日，铜矿加工费 TC 从年初 92 美元/吨下滑至 77.5 美元/吨，已经低于 2019 年长单加工费（80.8 美元/吨），市场对铜矿释放相对冶炼产能偏紧的预期正在逐步兑现。

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，2019 年精炼铜供应增速难以提升。vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能复产受阻，海外精炼铜供应偏紧状态短期难以改变。

4. 国内基建等刺激预期对冲海外实体经济边际走弱，铜消费大概率持稳。国内基建刺激预期强烈，截至 3 月 1 日，本年地方债发行规模已经达到 7821.38 亿元，其中 2 月 15 日至 21 日当周发行 1976.27 亿，2 月 25 日至 3 月 1 日当周发行 1665.45 亿，近期发行速度明显加快，未来有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

电网投资作为基建刺激的重要领域，有望延续 2018 年 8 月份以来持续的恢复性增长状态。2 月 27 日最新公布的国家电网社会责任报告显示，国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元，比 2018 年实际完成额上升 4.84%。

虽然海外发达国际实体经济边际转弱，但结合海内外来看，我们认为铜消费出现大问题概率不大，对铜价难以形成实质性的拖累。

5. 全球铜显性库存处于低位。截至 2019 年 3 月 1 日三大交易所仅为 40.44 万吨，同比 2018 年减少 39 万吨，处于近几年低位。海外 LME，COMEX 库存持续下滑，LME 铜现货价格已经升水期货，随着 vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂复产受阻，海外精铜供应相对紧张局面短期难以缓解。

基于以上分析，我们认为在供应压力逐步缓解，基建刺激带动电网投资回暖，全球显性库存处于相对低位的供需格局下，铜价有望继续走强。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。