

TC 快速下滑，国内制造业 PMI 超预期回升，铜价有望重回强势

兴证期货·研发中心

2019 年 04 月 01 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

在国内 4 月份开始降低增值税政策影响下，SHFE 与 LME 铜价走势分化，3 月份国内主力合约 CU1905 跌 2.69%，LME 铜价跌幅仅为 0.12%。本年 LME 铜价累计涨 9%，在有色金属中涨幅次于镍（22%），锌（19%），锡（10%）。

● 后市展望及策略建议

1. 铜矿产量增速大幅下滑，TC 快速下滑至 70 美元。

从矿企角度看，根据我们对全球主要 15 家公司 2019 年铜矿产量预期来看，铜矿产量增量仅为 14.21 万吨，增速下滑至 1.11%，远远低于 2018 年实际的 5.68% 的增速。春节后，国内铜精矿加工费快速下滑。截至 3 月 29 日，TC 从年初 92 美元/吨下滑至 70 美元/吨，远远低于 2019 年长单加工费（80.8 美元/吨），逐步兑现铜精矿相对短缺预期。

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. 国内 3 月制造业超预期回升至荣枯线上方，叠加基建刺激预期，铜消费大概率持稳。3 月中国制造业 PMI 为 50.5，比上月上升 1.3，重回临界点以上。截至 3 月 29 日，本年地方债发行规模已经达到 14066 亿元，其中 3 月份发行 6245 亿，发行速度有所加快，后期有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

虽然海外发达国家实体经济持续转弱，引发市场对铜消费的担忧，但由于国内对铜需求有好转的预期，我们认为全球铜消费出现大问题概率不大，需求端对铜价的拖累难以持

续。

4.全球铜显性库存处于季节性低位。截至 2019 年 3 月 29 日三大交易所仅为 46.95 万吨，同比 2018 年减少 38.5 万吨，处于近几年低位。

基于以上分析，我们认为 TC 的快速下滑，已经逐步验证 2019 年铜精矿相对短缺的预期，后期精铜供应压力大概率会继续下滑。需求端虽然海外实体经济转差，但国内 3 月制造业 PMI 超预期回升，叠加基建投资刺激预期，我们认为全球铜消费大概率会稳住。综上，我们对铜价维持乐观预期。仅供参考。

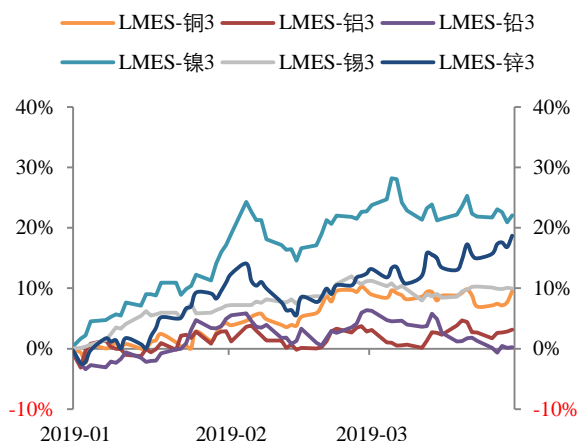
● **风险提示：**

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

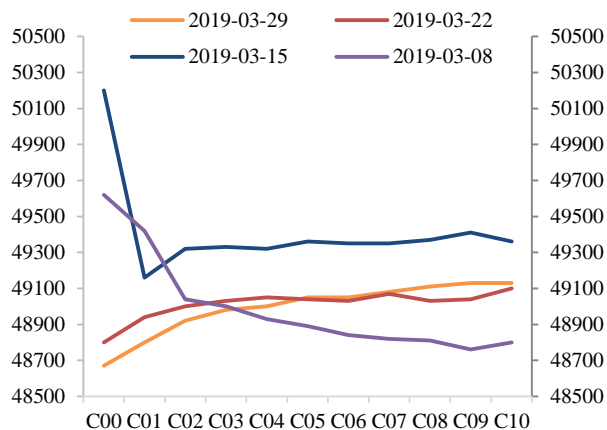
在国内 4 月份开始降低增值税政策影响下，SHFE 与 LME 铜价走势分化，3 月份国内主力合约 CU1905 跌 2.69%，LME 铜价跌幅仅为 0.12%。本年 LME 铜价累计涨 9%，在有色金属中涨幅次于镍（22%），锌（19%），锡（10%）。

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：TC 快速下滑至 70 美元，逐步兑现铜精矿相对短缺预期

2.1 供应：铜矿产量增速大幅下滑，TC 快速下滑至 70 美元

从矿企角度看，根据我们对全球主要 15 家公司 2019 年铜矿产量预期来看，铜矿产量增量仅为 14.21 万吨，增速下滑至 1.11%，远远低于 2018 年实际的 5.68% 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。

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 2019 年国内精炼铜供应增速有限。

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 全球主要 15 家矿企 2019 年产量预期 14.21 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 财年产量预期上调 3.5 万吨至 169.25 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 年产量目标由于 Las Bambas 产量的恢复上升 3.59 万吨。但根据 MMG 在 3 月 26 日发布的公告看，由于 Fuerabamba 社区居民举行的抗议活动阻断了人员和矿山物流的进出，预期 Las Bambas 生产将逐步受到影响，MMG 对销售合同宣布不可抗力，我们预期 MMG 将会下调 2019 年产量目标。

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: 15 大矿企 2019 年产量预期 14.21 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	180.66	8.5	4.70%	-1.92%
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	63.39	5.71	9.01%	-3.43%
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	Vale	43.85	39.55	2.15	5.44%	-9.81%
13	Norilsk	40.11	47.37	0.93	1.97%	18.09%
14	Teck Resources	28.70	29.4	0.60	2.04%	2.44%
15	Kazakhmys	25.85	29.47	0.53	1.80%	14.00%
	小计	1213.52	1284.44	14.21	1.11%	5.68%

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。

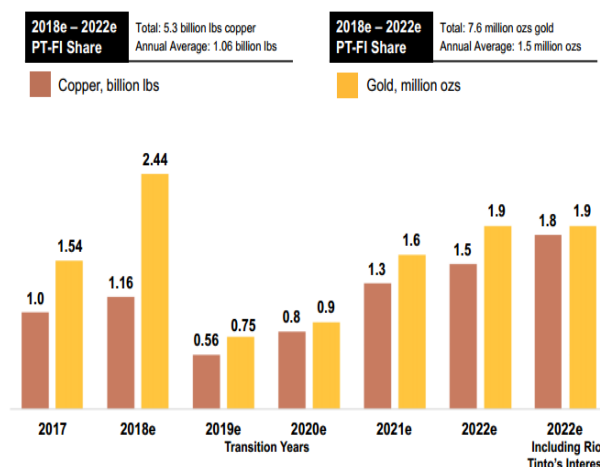
2019 年 2 月 20 日 Glencore 最新公告宣布调整非洲 Mutanda 矿区开采计划，Mutanda 矿区 2019 年产量增量下调 10 万吨。

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

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		21.5
小计		65
减量:		
Freeport-McMoRan	Grasberg	-27.2
合计		37.8

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 TC 快速下滑至 70 美元，逐步兑现铜精矿相对短缺预期

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 2019 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。

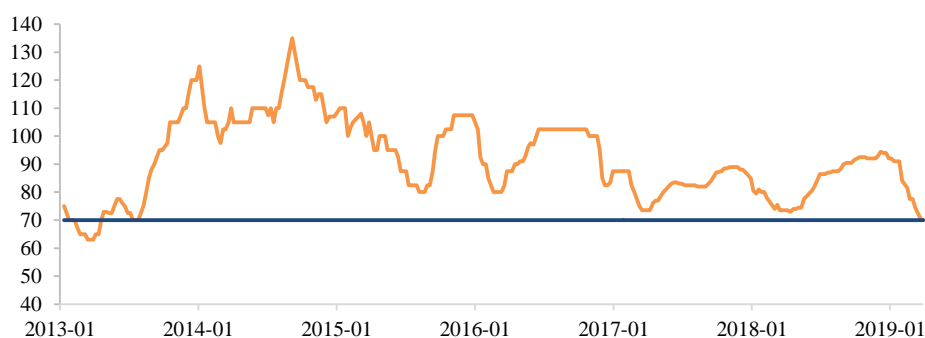
春节后，国内铜精矿加工费快速下滑。截至3月29日，TC从年初92美元/吨下滑至70美元/吨，远远低于2019年长单加工费（80.8美元/吨），逐步兑现铜精矿相对短缺预期。

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		

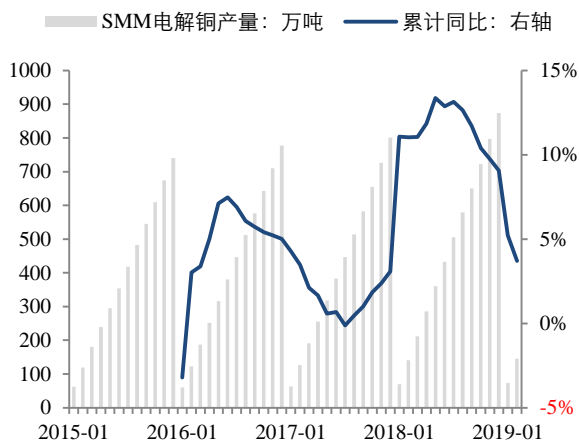
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 4：铜矿加工费 TC 快速下滑至 2013 年下半年以来的低位



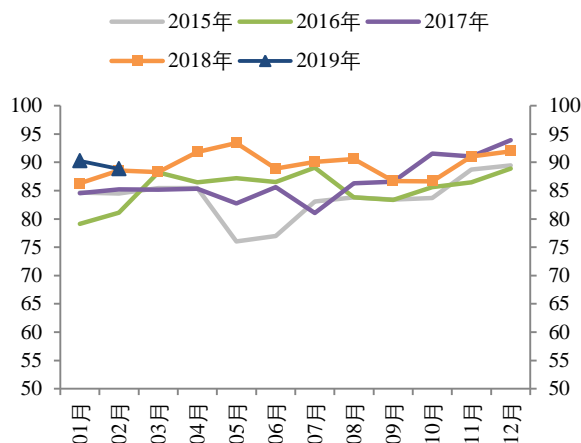
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：1-2 月精炼铜产量增速下滑至 3.70%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：2 月国内冶炼公司开工率 88.86%



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。

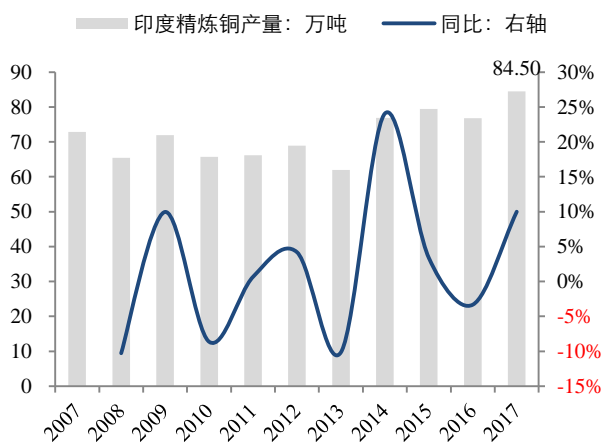
表 4: Vedanta 阴极铜产量（万吨）

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

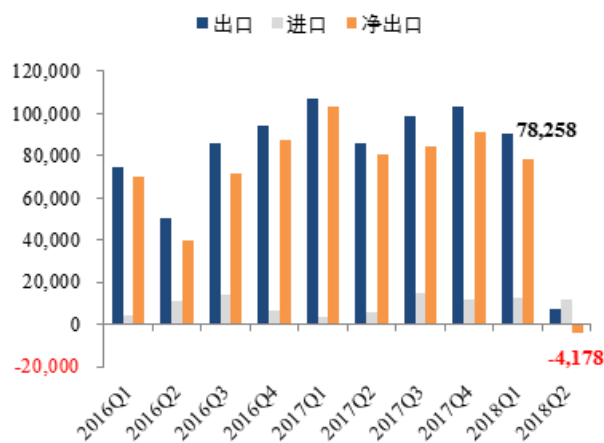
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

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 3 月制造业 PMI 超预期回升至荣枯线上方，叠加基建刺激预期，铜消费大概率持稳

3 月中国制造业 PMI 为 50.5，比上月上升 1.3，重回临界点以上。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

国内基建刺激预期强烈，截至 3 月 29 日，本年地方债发行规模已经达到 14066 亿元，其中 3 月份发行 6245 亿，发行速度有所加快，后期有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

2 月 27 日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 1-2 月电网投资仅为 244 亿元，同比下滑 9%，但我们认为国家电网若要完成投资计划，后期会逐步加大投资力度。

虽然海外发达国家实体经济持续转弱，引发市场对铜消费的担忧，但由于国内对铜需求有好转的预期，我们认为全球铜消费出现大问题概率不大，需求端对铜价的拖累难以持续。

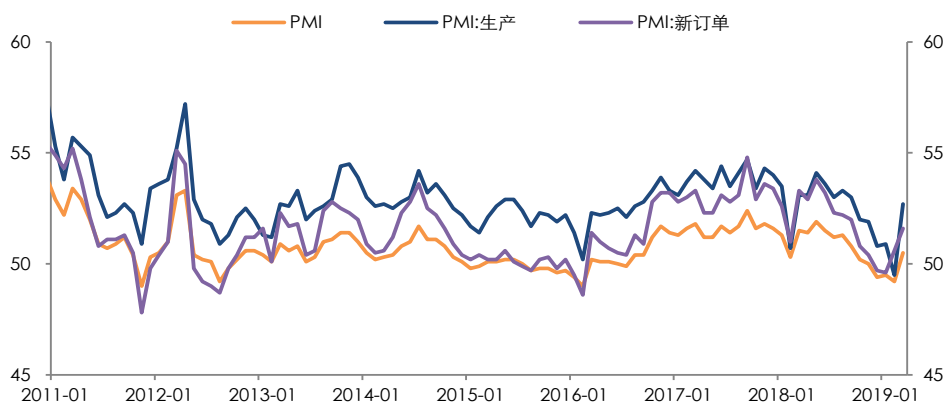
2.2.1 国内 3 月官方制造业 PMI 超预期回升至荣枯线上方

3 月中国制造业 PMI 为 50.5，比上月上升 1.3，重回临界点以上。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

生产指数为 52.7，比上月上升 3.2，重返临界点之上，随着春节后企业开工，制造业生产活动有所恢复。

新订单指数为 51.6，比上月上升 1，连续两个月位于临界点之上，表明制造业市场需求继续增长。

图 9：3 月官方制造业 PMI 超预期回升至荣枯线上方



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.2 基建投资增速继续回升

截至 3 月 29 日，本年地方债发行规模已经达到 14066 亿元，其中 3 月份发行 6245 亿，发行速度有所加快，后期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 14066 亿元

类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)
地方政府债	337	3.70	14066

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 10：国内铜消费按品种分布

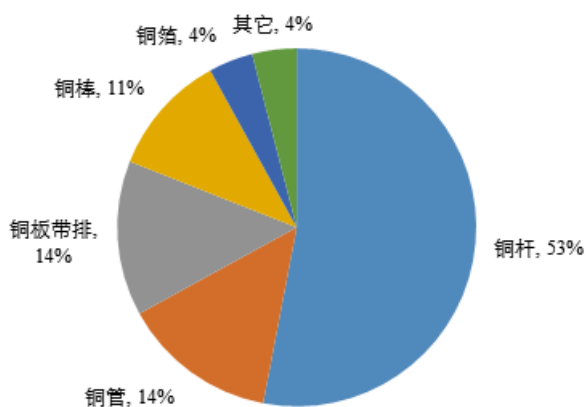
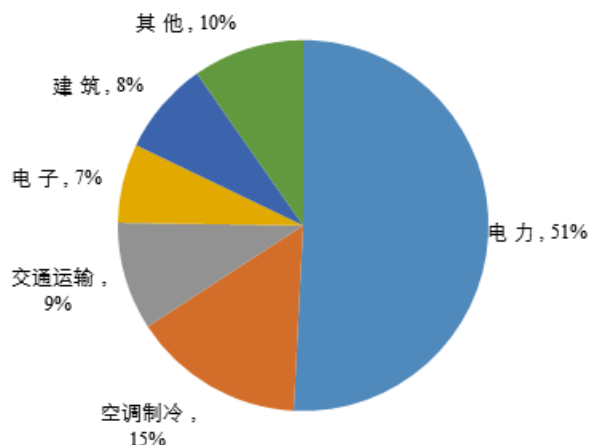


图 11：国内铜终端消费行业分布

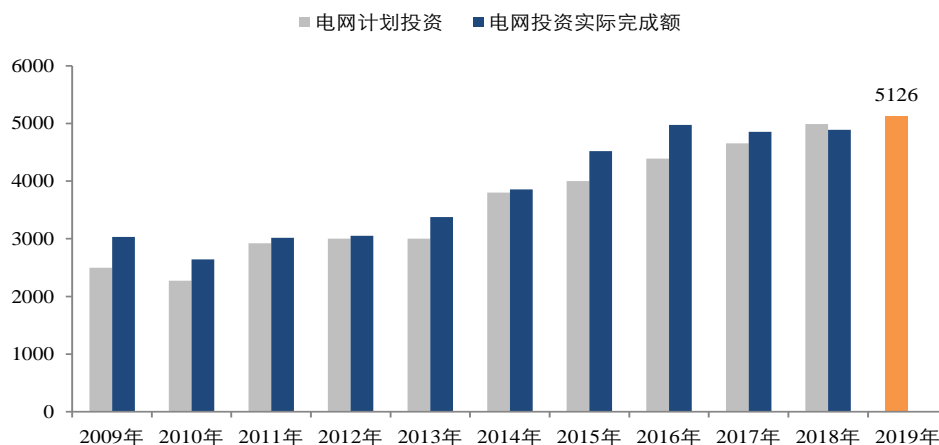


数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

数据来源：安泰科，兴证期货研发部

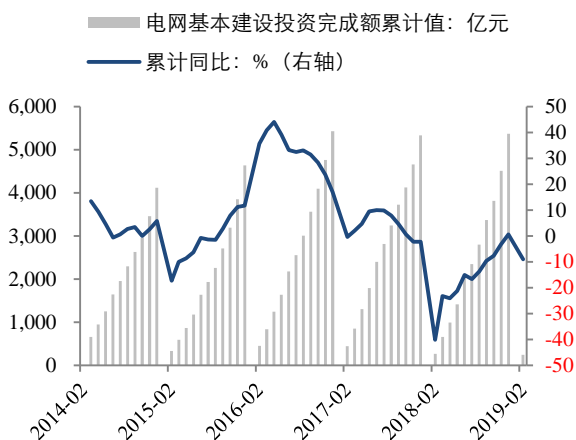
2 月 27 日公布的国家电网社会责任报告显示，国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元，比 2018 年实际完成额上升 4.84%。虽然 1-2 月电网投资仅为 244 亿元，同比下滑 9%，但我们认为国家电网若要完成投资计划，后期会逐步加大投资力度。

图 12：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 13: 1-2 月电网投资负增长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14: 基建投资增速有望恢复向上

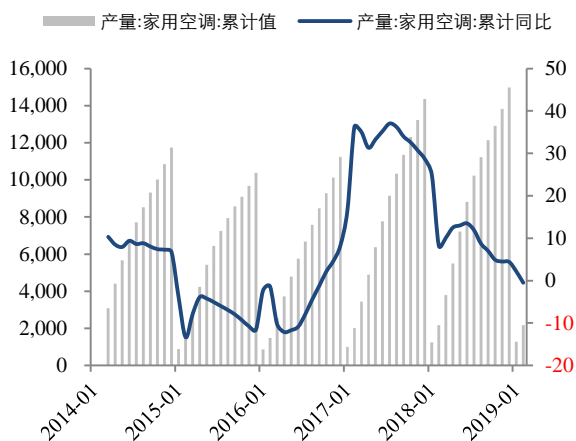


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.3 空调产量负增长

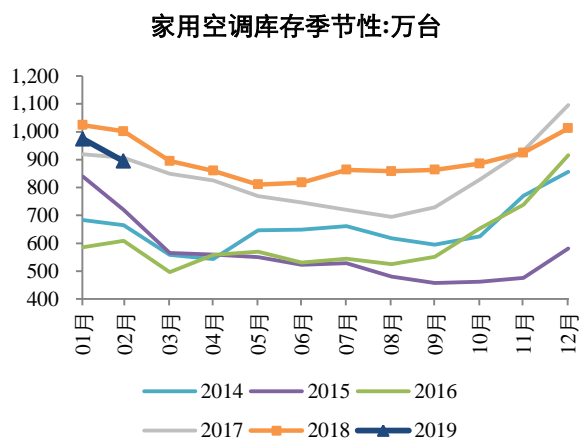
产业在线数据显示，2019 年 2 月家用空调总产量 892.3 万台，同比下滑 4.10%，1-2 月空调产量 2162.8 万台，同比下滑 0.51%。2 月空调库存环比下滑 79.50 万台，至 894.50 万台，空调库存压力相对弱于去年同期。

图 15: 空调产量负增长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: 空调库存压力弱于去年

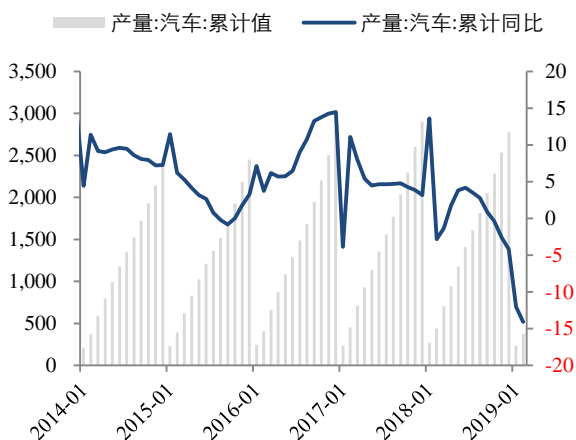


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.4 传统汽车表现低迷

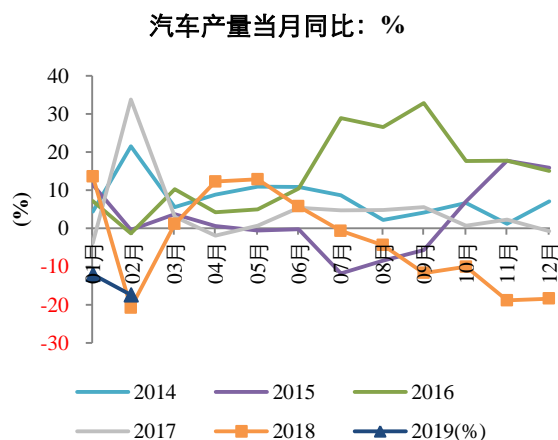
2018 年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑，据中国汽车工业协会数据显示，2019 年 1-2 月全国共生产汽车 377.65 万辆，同比下滑-14.08%，传统汽车对铜消费的拖累未见好转。

图 17: 汽车产量大幅下滑 (万辆, %)



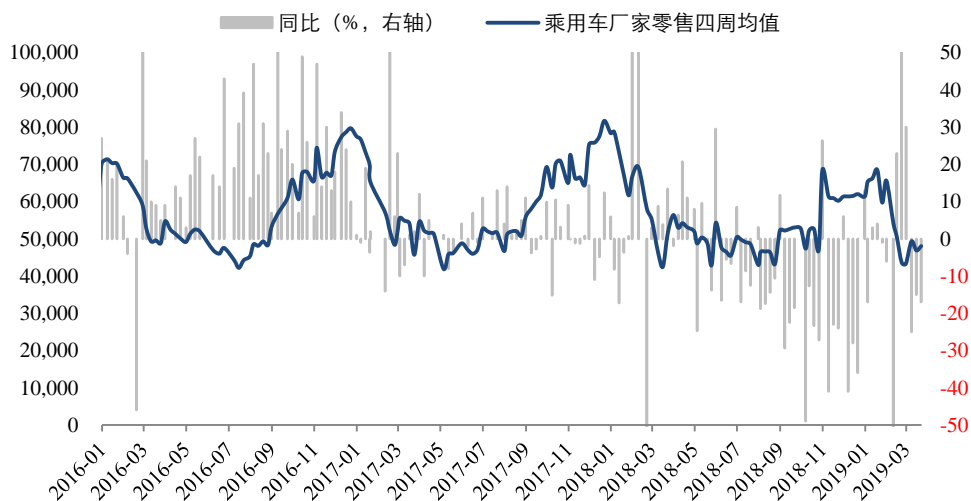
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 乘联会 3 月前三周汽车销量情况 (单位: 辆/日)

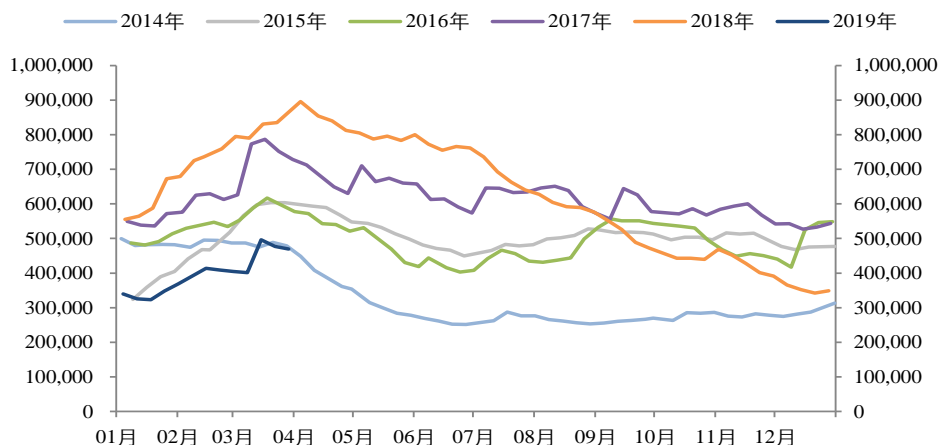


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 全球铜显性库存处于季节性低位

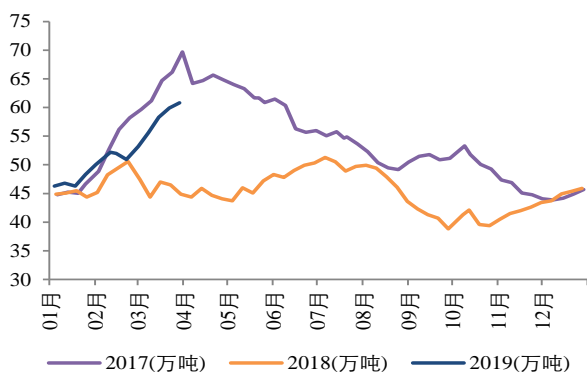
截至 2019 年 3 月 29 日三大交易所仅为 46.95 万吨, 同比 2018 年减少 38.5 万吨, 处于近几年低位。

图 20: 三大交易所库存低于去年同期 38.5 万吨



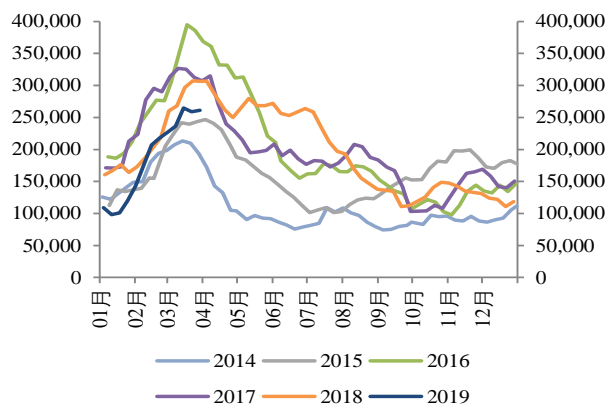
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 保税区库存季节性 (万吨)



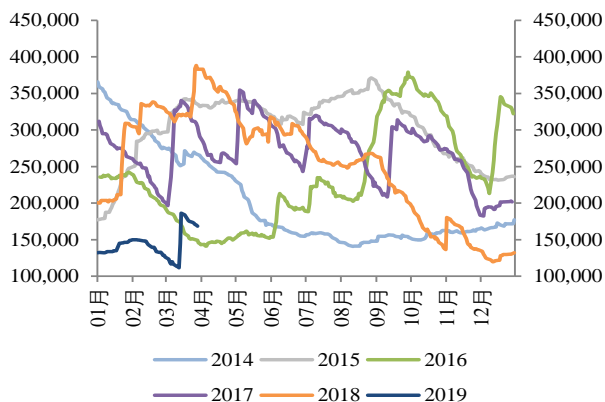
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 上期所铜库存季节性 (吨)



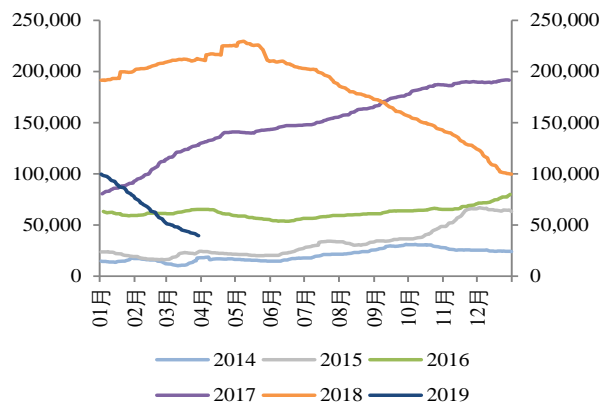
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: COMEX 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

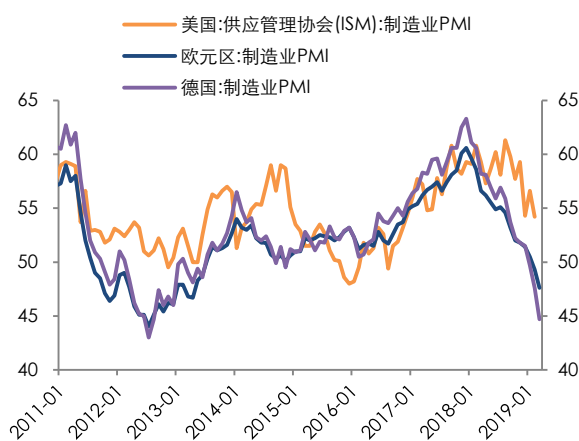
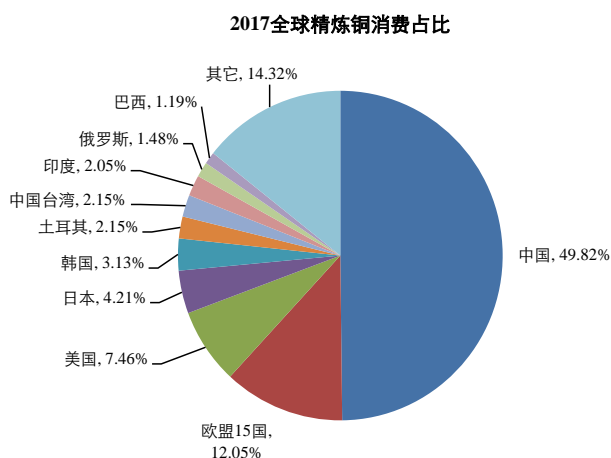
3. 宏观面

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 3 月制造业 PMI 下滑至荣枯线下方 47.60，其中德国制造业 PMI 已经跌至 44.7 低位。整体看，欧美发达国家实体经济在逐步转弱，对铜的消费相对较差。

图 25：欧美国铜消费占比 20%

图 26：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

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 29 日，美元指数小幅走强，月末收于 97.2456，较月初上涨 0.7819。

图 27：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. 铜矿产量增速大幅下滑，TC 快速下滑至 70 美元。从矿企角度看，根据我们对全球主要 15 家公司 2019 年铜矿产量预期来看，铜矿产量增量仅为 14.21 万吨，增速下滑至 1.11%，远远低于 2018 年实际的 5.68% 的增速。春节后，国内铜精矿加工费快速下滑。截至 3 月 29 日，TC 从年初 92 美元/吨下滑至 70 美元/吨，远远低于 2019 年长单加工费 (80.8 美元/吨)，逐步兑现铜精矿相对短缺预期。

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. 国内 3 月制造业超预期回升至荣枯线上方，叠加基建刺激预期，铜消费大概率持稳。3 月中国制造业 PMI 为 50.5，比上月上升 1.3，重回临界点以上。截至 3 月 29 日，本年地方债发行规模已经达到 14066 亿元，其中 3 月份发行 6245 亿，发行速度有所加快，后期有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

虽然海外发达国家实体经济持续转弱，引发市场对铜消费的担忧，但由于国内对铜需求有好转的预期，我们认为全球铜消费出现大问题概率不大，需求端对铜价的拖累难以持续。

4. 全球铜显性库存处于季节性低位。截至 2019 年 3 月 29 日三大交易所仅为 46.95 万吨，同比 2018 年减少 38.5 万吨，处于近几年低位。

基于以上分析，我们认为 TC 的快速下滑，已经逐步验证 2019 年铜精矿相对短缺的预期，后期精铜供应压力大概率会继续下滑。需求端虽然海外实体经济转差，但国内 3 月制造业 PMI 超预期回升，叠加基建投资刺激预期，我们认为全球铜消费大概率会稳住。综上，我们对铜价维持乐观预期。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。