

兴证期货·研发中心

2018年12月2日 星期三

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@xzsfutures.com

内容提要

● 行情回顾

12月铜价下跌4.62%。年初至12月底LME3月铜价累计跌19%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-25%)，铅(-21%)。

● 后市展望及策略建议

1. 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。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。

2. 冬季消费旺季推升11月铜管开工率季节性回升。随着冬季来临，空调行业进入消费旺季，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%。

3. 电网投资继续支撑国内铜消费企稳。据中电联最新数据，1-11月国内电网基本建设投资完成额4511亿元，同比降幅缩窄至-3.2%，其中11月单月投资额达697亿元，同比增30.19%，环比增58.05%，电网投资自8月份以来连续回暖，叠加空调进入冬季生产销售相对旺季，支撑国内铜消费企稳。

4. 铜库存降至相对低位。截至2018年12月28日三大



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

交易所及保税区库存为 80.79 万吨，处于近几年低位。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。

我们认为全球铜矿产量增速下滑将制约精炼铜供应释放压力，需求端随着电网投资持续回暖，空调产销季节性回升，国内铜消费大概率企稳。海外方面，欧洲国家制造业景气度边际转弱，但仍处于扩张区间，美国制造业表现强劲，铜消费大概率维持低速增长。综上，我们认为铜基本面未见明显恶化，铜价不悲观。仅供参考。

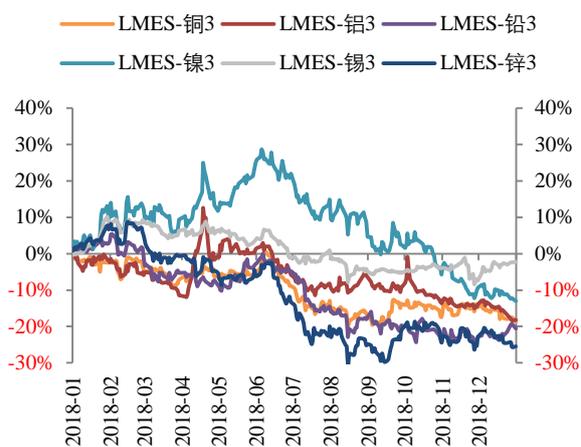
● 风险提示：

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

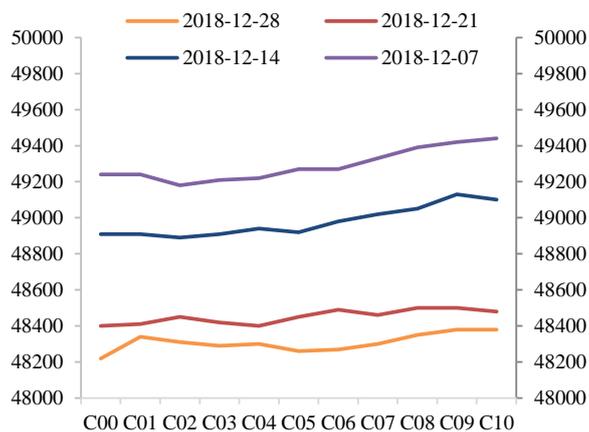
12月铜价下跌4.62%。年初至12月底LME 3月铜价累计跌19%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-25%)，铅(-21%)。

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 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

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。

A. 预期四季度产量增速下滑至2%以下

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%
	总计	268.66	262.54	6.11	2.33%	51.67	6.96%	9.41%

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	56.42	5.54%	-3.96%
	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。

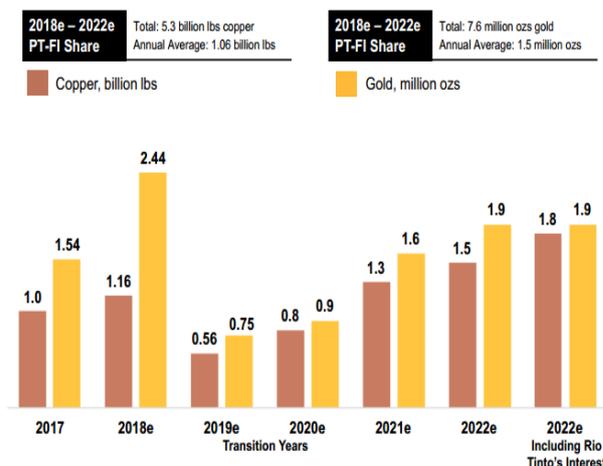
但是明年有一个比较大的减量，全球第二大矿山 Grasberg 由露天开采转为地下开采，铜矿产量将大幅下滑，根据 Freeport-McMoRan 三季度财报数据估算的销量减少大概是 27.2 万吨，由于 Grasberg 每年铜矿产出与销量差异不大，我们这里预计明年减少的铜矿产量等于销量减少的量 27.2 万吨。

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
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 国内 11 月精炼铜产量同比 3.91%，1-11 月累计增速下滑至 10%以下

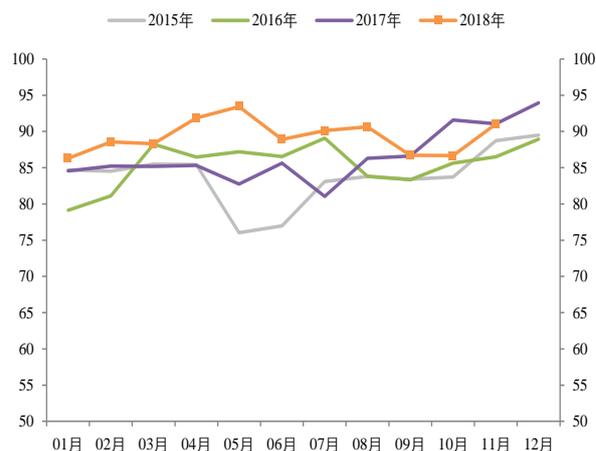
国内 11 月精铜产量为 74.61 万吨,环比增长 3.53%,同比增长 3.91%。1-11 月累计产量 797.27 万吨,累计同比增长 9.75%。11 月国内精铜产量基本未受到冶炼厂检修所影响,现货铜精矿 TC 和硫酸价格保持高位为冶炼厂保持高开工率提供动能。年内投建和复产的中铝东南铜业、西矿青海、国投金城、梧州金升等冶炼厂,产能利用率进一步提升。2018 年内新扩产的冶炼厂项目均已有电解铜输出,其中中原黄金冶炼厂、铜陵金昌搬迁项目、豫光金铅均已达产。根据 SMM 预估的 12 月炼厂排产来看,12 月产量将提升 76.76 万吨,全年产量 874.02 万吨,增长 9.1%。

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 (%)

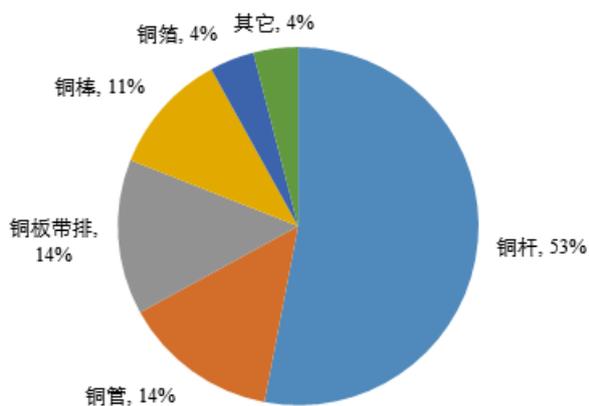


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.3 铜材开工: 冬季消费旺季推升 11 月铜管开工率季节性回升

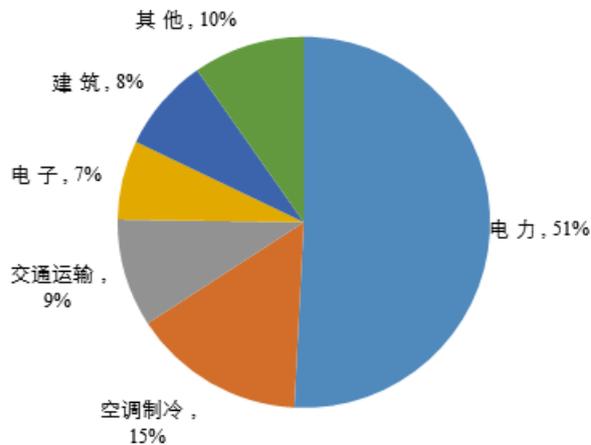
随着冬季来临,空调行业进入消费旺季,铜管消费预计好转,开工率将明显回升。据 SMM 调研,预计 2018 年 11 月铜管企业开工率为 71.90%,环比增加 7.70%。

图 6: 国内铜消费按品种分布



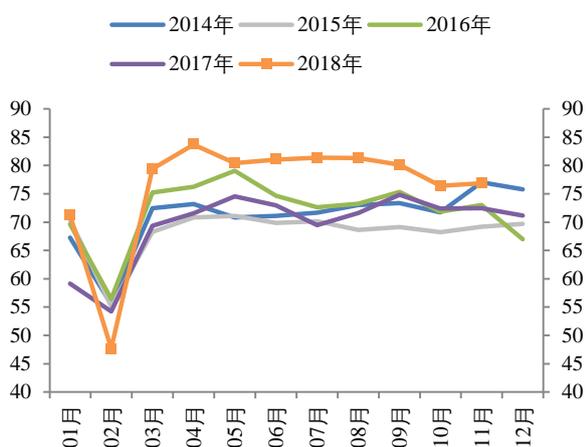
数据来源: 我的有色网, 兴证期货研发部

图 7: 国内铜终端消费行业分布



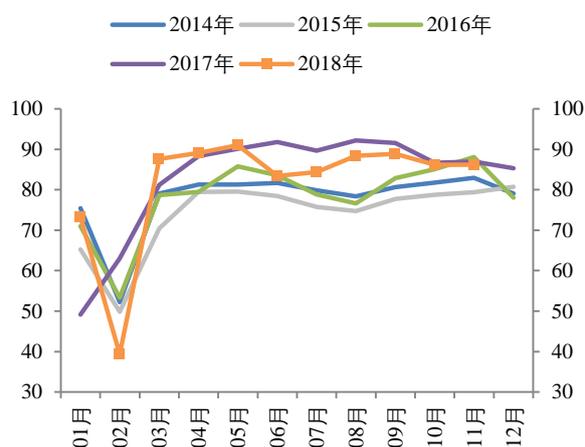
数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

图 8: 铜杆企业开工率 (%)



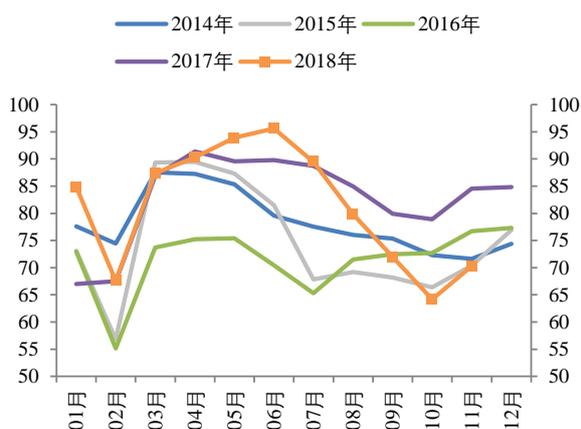
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 9: 电线电缆企业开工率 (%)



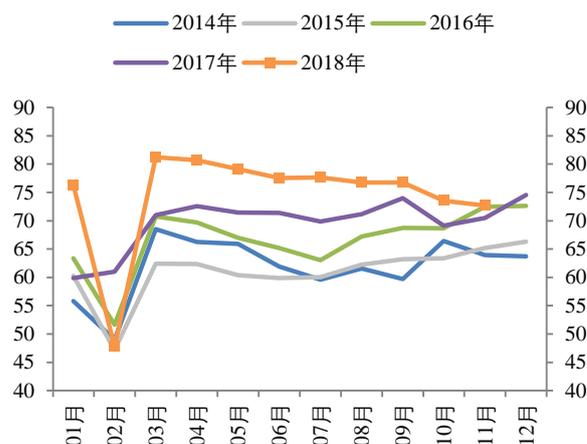
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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: 空调产量季节性回升

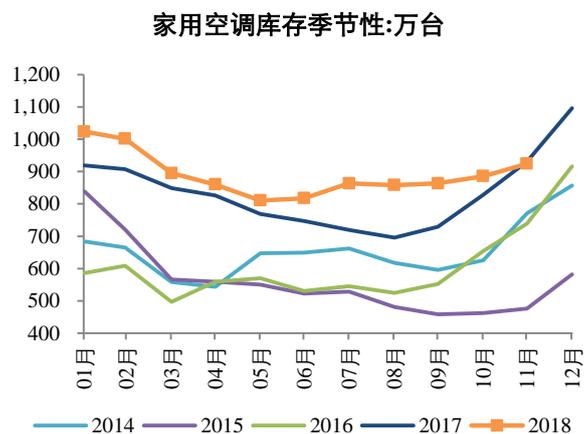
产业在线数据显示, 2018年11月家用空调总产量921.40万台, 同比微幅增加0.30%, 1-11月国内家用空调总产量13795.90万台, 同比增速下滑至4.29%。11月空调库存环比10月回升39万台, 至8924.50万台。

图12:空调产量大幅下滑 (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：11月电网投资继续回暖

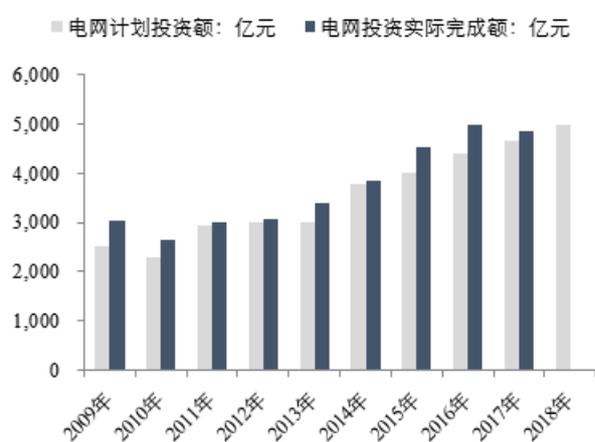
据中电联最新数据,1-11月国内电网基本建设投资完成额4511亿元,同比降幅缩窄至-3.2%,其中11月单月投资额达697亿元,同比增30.19%,环比增58.05%,电网投资自8月份以来连续回暖,叠加空调进入冬季生产销售相对旺季,支撑国内铜消费企稳。

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差

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11月全国共生产汽车249.84万辆,同比下滑-18.89%,1-11月生产汽车2532.52万辆,同比出现-2.59%的负增长。短期来看,12月前三周乘联会统计的日均销量增速仍在-20%以下,传统汽车产业未

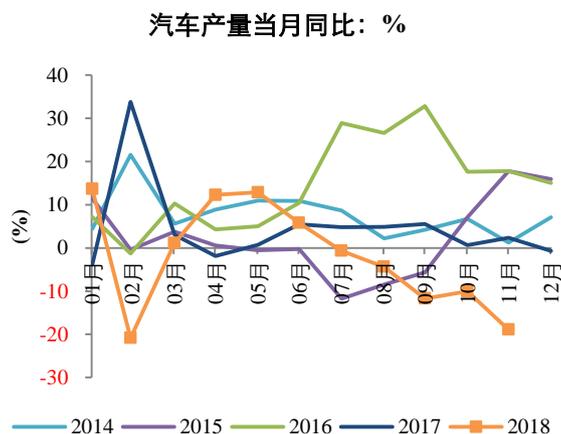
见好转迹象。

图16:汽车产量大幅下滑 (万量, %)



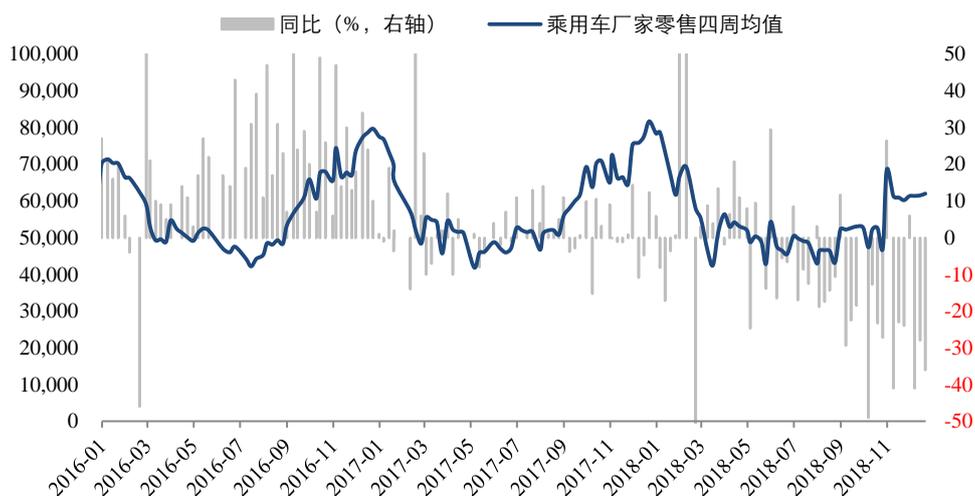
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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)



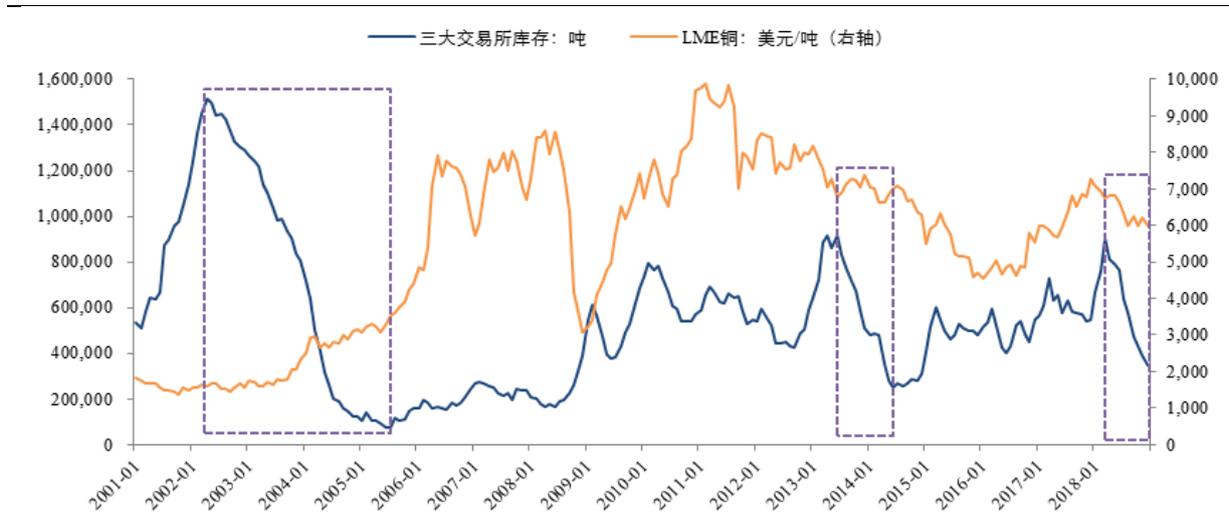
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.6 三大交易所及保税区库存下滑至 80 万吨附近

截至 2018 年 12 月 28 日三大交易所及保税区库存为 80.79 万吨，处于近几年低位。

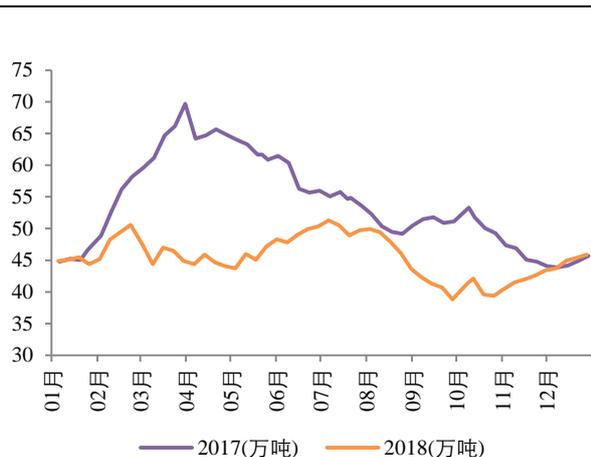
2018 年三大交易所库存从 3 月份高点 90 万吨附近下滑至年末不足 35 万吨，下滑幅度超过 60%。值得注意的是本轮库存快速下滑伴随着铜价的走弱（历时 9 个月，产业链参与者的主动去库存），这与 2002 年 4 月至 2005 年 6 月（历时 37 月，库存下滑伴随铜价上涨，被动去库存），2013 年 6 月至 2014 年 6 月（历时 12 个月，库存下滑伴随铜价震荡）两个阶段的铜库存快速下滑表现有所不同。

图 19: 三大交易所库存下滑 60%



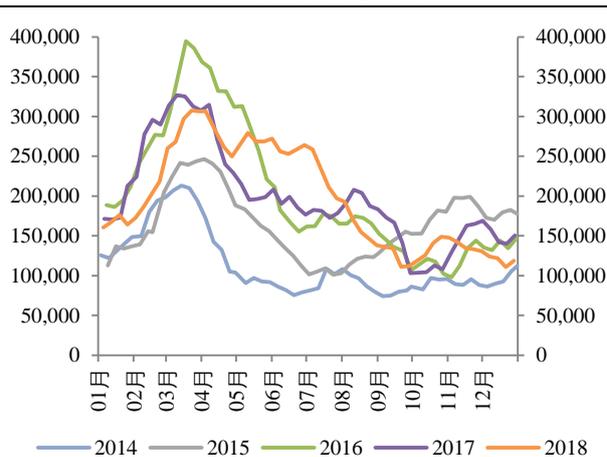
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 保税区库存季节性 (万吨)



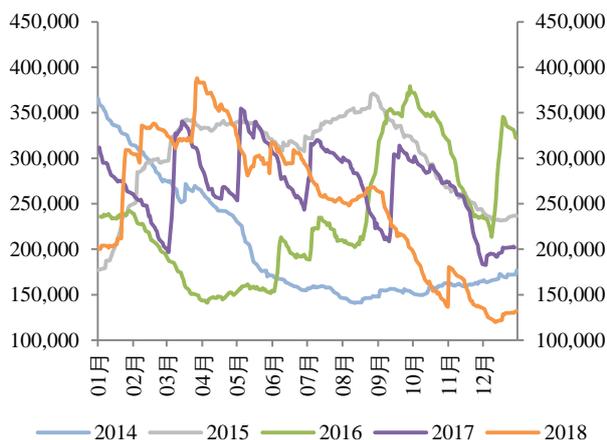
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 上期所铜库存季节性 (吨)



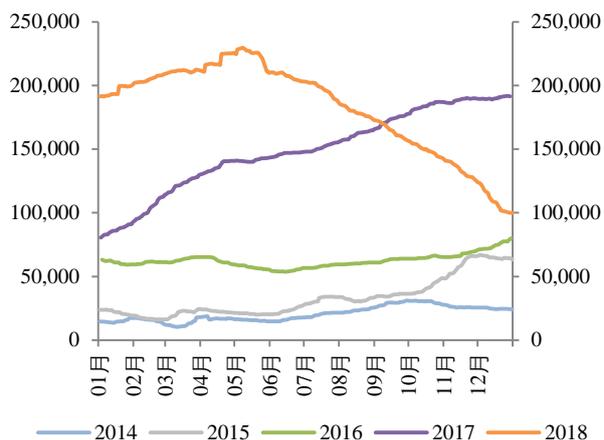
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



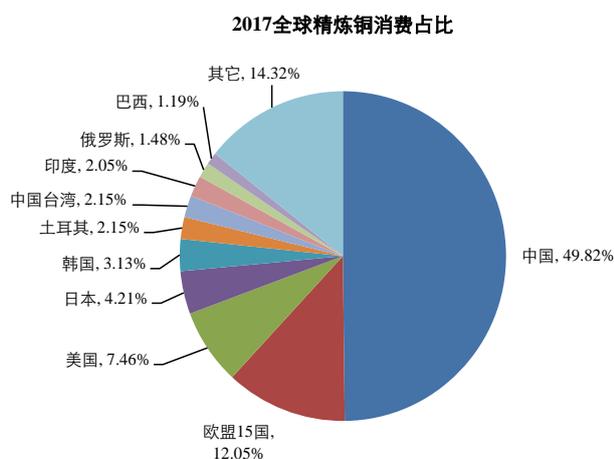
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面

3.1 欧美国国家制造业 PMI 小幅下滑

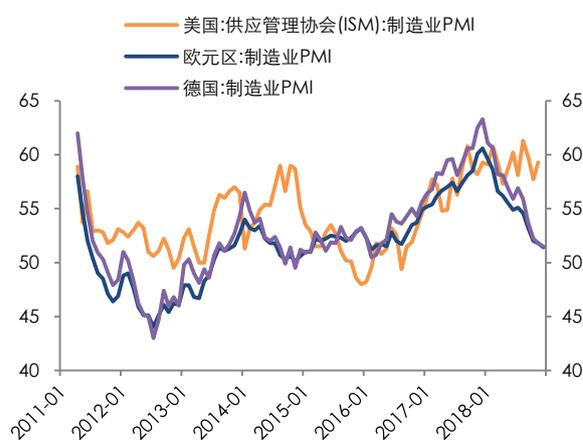
欧美国国家精铜消费占全球比例在 20%左右, 是中国以外最大的两个消费区域。美国实体经济一枝独秀, 欧洲制造业边际转弱, 但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态, 尤其美国, ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。

图 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

12月美元指数小幅走弱，月末收于96.0741，环比上月末下滑1.16%，对铜金融投机属性压制力度有所减弱。

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. 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。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。

2. 冬季消费旺季推升11月铜管开工率季节性回升。随着冬季来临，空调行业进入消费旺季，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%。

3. 电网投资继续支撑国内铜消费企稳。据中电联最新数据，1-11月国内电网基本建设投资完成额4511亿元，同比降幅缩窄至-3.2%，其中11月单月投资额达697亿元，同比增30.19%，环比增58.05%，电网投资自8月份以来连续回暖，叠加空调进入冬季生产销售相对旺季，支撑国内铜消费企稳。

4. 铜库存降至相对低位。截至 2018 年 12 月 28 日三大交易所及保税区库存为 80.79 万吨，处于近几年低位。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。

我们认为全球铜矿产量增速下滑将制约精炼铜供应释放压力，需求端随着电网投资持续回暖，空调产销季节性回升，国内铜消费大概率企稳。海外方面，欧洲国家制造业景气度边际转弱，但仍处于扩张区间，美国制造业表现强劲，铜消费大概率维持低速增长。综上，我们认为铜基本面未见明显恶化，铜价不悲观。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。