



东兴期货
DONGXING FUTURES

期铜简报

商品研究报告

投资咨询部

黄晓倩

研究员

期货执业证书编号: F3012845

huangxq@dxqh.net

基建投资存疑问，四季度铜价或反弹

承压

近期铜的基本面仍维持我们原先的判断：供应增速放缓，主要受铜矿供应缩减以及冶炼利润下滑影响；需求跟随经济下行，一些终端行业甚至出现负增长，并且行业去库存压力未见减小。

- ✓ 国内铜矿生产出现大面积停产。由于铜价不断下挫，已经跌破高成本矿企的成本线（约为 4200 美元/吨），而中小型矿企面临着资金偏紧的窘态，许多矿企不得不停止作业。从数据上看，7 月铜矿产量继续下滑，同比下降 4.26%，累计下降 4.95%，环比也下降了 5.4%。成本因素对全球大型铜矿产商的生产造成的影响不及其他因素（罢工、供电不足等），但是也在一定程度上制约着他们的扩建计划（嘉能可年内投资计划削减 8 个亿，之前预算约为 65-68 亿；五矿与必和必拓等企业也将 15 年新开发项目押后）。主要是因铜价过低，收益率下降导致的产量增速放缓，矿山新增产能的可能性也大幅下降。

TC/RC 依然保持在相对弱势，但比起底端 80 美元/吨，7 月平均值稍微上涨至 85 美元/吨水平。偏弱的 TC 也导致铜矿进口环比出现 1.86% 的下降，同比还是保持上涨 7.4%（因年初签订的长单，部分冶炼厂还是有一定的盈利空间）。

废铜主要进口口岸是天津港，之前的爆炸事件使得进口检查更加严密，近期废铜进口供应放缓；而由于阅兵期间，华北的主要生产商均在 8 月 15 日前被迫停产，废铜供应预计要到 9 月中旬才能有所好转。（7 月废铜进口同比下降 0.5%，预计 8 月会进一步下滑）

- ✓ 7 月，精铜产量还是上涨的，只是增速进一步放缓（7 月产量同比上涨 9.6%，环比出现了 4.2% 的下降），而冶炼厂开工率持续下降至 76%。冶炼厂逐渐恢复生产，但产能利用率并未抬高，产量增速尚未回归前几年双位数增长的水平，铜价过低导致利润下滑是一个重要因素。以江铜为例，增产并未增收，由于产品平均销售单价整体下降，江铜上半年利润下滑 25%。作为全球最大的冶炼商，江铜预计较原计划提早至 9 月开始停工检修，对三、四季度的精铜产量会造成一定冲击。
- ✓ 中游各铜产品的企业开工率在 7 月一致下滑，但是铜板带箔、铜杆线的订单出现小幅上升，主要因铜价跌破 6 年低位，很多终端企业低价下单，对应着这些中端加工企业的原材料库存出现小幅上涨（补库行为）。具体数据：铜板带箔企业开工率 60.04%，原材料库存 26.4%，环比上涨 3.07%；铜杆线企业开工率 70.2%，同比下降 1.51%，原材料库存 14.3%，环比上涨。

与之形成对比的是铜管企业，其开工率环比下降 3.13% 至 78.35%，原材料库存为 14.62%，亦出现下降。

- ✓ 铜管企业开工率与原材料库存同降，因下游空调行业面临资金压力，并且进入淡季，订单不足所致。空调行业进入结构性转型阶段，海尔、美的等产商先后宣布 2016 年将致力于生产智能型空调来迎合市场需求（1-6 月销量占比中，中高端型空调占比提升 5.3% 至 22.14%）。但是空调行业去库存压力巨大，今年夏季雨水频繁，终端消费暗淡，从持续的低价促销可以印证。据业内人士透露，行业前 2 名厂家的库存总和约有 3000 万台，而去年零销售量仅 4215 万台，占了 72%。寻求转型的同时，库存压力致使空调行业年内表现举步维艰。

汽车销售 6 月出现近 2 年来首次下降，同比下降 2.4%，7 月延续下降的态势，销售下滑 7.12%，产量增速也出现 11.76% 的下滑，环比分别下降 18% 与 16.6%。企业资金被套，销售停滞，生产活动被动减缓（7 月大众汽车比原计划减产 26%，奥迪减产逾 30%），行业前景并不乐观。

- ✓ 早前看好的基建需求——电力电缆，7 月产量继续下滑，同比下降 8.5%，累计同比亦出现 1.32% 的下滑。而涉

电产品 1-7 月全部负增长，7 月产量增速下滑最明显，发电设备降幅最大，从 5 月开始持续负增长，说明今年电力投资的资金到位情况可能比较差，有较大可能都是完成去年的订单任务，新增订单任务没有进行。

下半年国家电力投资对铜的消费支撑存在疑问。7 月电网投资同比下降 1.35%，环比下降 35.7%（但 1-7 月完成 48% 的投资计划，参照之前几年的规律，四季度发力的可能性还是存在的）；电源投资仍保持着增长，同比上涨 7.69%，但是环比出现了 21.2% 的下降。说明国家 7 月对电力投资整体出现下降，未能延续 6 月高增长的态势。

因此，关注了一下 1-7 月财政部收支情况：截止 7 月，公共预算总收入达 93849 亿元，同比上涨 7.5%，去年同期 8.5%；而 1-7 月累计支出 90020 亿元，同比增长 13.4%，其中 7 月支出同比增长了 24.1%，而前 14、13 年 7 月的支出只有个位数增长（去年同期仅 6.9%），7 月财政支出大幅上涨，较大可能是因为国家救市所致，这也解释了 7 月电力投资的下滑。虽然财政部目前仍保持盈余状态（尚有 3800 亿元），但是对比去年同期近 8000 亿元，前年逾 1 万亿的水平，四季度的可支配收入有点捉襟见肘。而往年财政部支出一般在三季度尾端至四季度会出现大幅增长，但今年能否密集投放还是有疑问的，需要继续追踪。

- ✓ 简单做了供需平衡，7 月表观消费环比下降 8.4%，同比上涨 15%（同比上涨是因为去年同期，国内补库行为导致库存上涨，总供应随之增加）。

净进口方面，7 月同比上涨 13.1%，上涨动力来自进口，7 月进口同比上涨 6%，环比上涨 1.8%；而出口持续下滑，同比下降了 48%，降幅较 6 月缩小，环比小涨 2.5%。进口的增加，从沪伦比值变化也可以看出，7 月初沪伦比值还在 7.3 附近，因为人民币贬值，沪伦比值巨幅攀升，继贬值过后，沪伦比值保持在 7.6 上方。近半个月，沪伦比值共有 4 次突破 7.70，8 月 26 日沪伦比值甚至达到 7.89 水平，进口盈利窗口开启，预计 8 月精铜进口数据会继续增长。

- ✓ LME 库存保持上涨，目前达到 37 万吨水平；上海库存进入 8 月也出现上涨迹象，小计库存上涨 2 万吨至 12.3 万吨，期货库存上涨 2.5 万吨至 3.48 万吨。（7 月小计库存是下降 1 万吨，期货库存下降 2 万吨）。截止 8 月底，保税库存从 7 月初的 70 万吨下降至 50 万吨，降幅达 29%，现货升水由之前的升水 200 元/吨下降到了现在贴水 50 元/吨。保税仓库大幅下降可能有两个原因，其一是进口铜流通所致，其二是可能有国储收储行为（8 月份），这点从洋山铜溢价大幅上涨得到印证（8 月初洋山铜溢价在 82.5 美元/吨，而如今已经涨至 122.5 美元/吨，涨幅接近 50%）。当前进口盈利大约在 300 元/吨的水平，而两个月前进口精铜一吨大约亏损 1500 元左右。铜价近阶段的强抗跌性，也是对国储收铜很好的佐证。

综上所述，精铜的供需仍将保持着一个弱平衡的状态。精铜产量受到原材料供应的制约以及冶炼利润下滑的打压延续着增速放缓的形态，终端需求未见起色，早前予以厚望的基建需求亦出现不确定性。虽然净进口持续上涨，但未能充分印证需求回暖，更多是短暂性的套利行为，对铜价的提振作用有限。宏观上看，中国继续承受着经济下行的压力，市场流动性不充沛，资金未能如愿流入实体产业，而国家的财政支出亦偏离早前制定的轨道，侧重于重振金融市场，整个大环境面临衰退的可能，对铜价的作用较为消极。加之美元加息预期较强，美元强势短期难以逆转，对铜价的压制将持续。基于国储收铜的猜测，铜价短期或保持区间震荡（沪铜 38000-40000，伦铜 5000-5200）；至四季度，若中国政府救市作用未能及时显现，铜价将面临进一步下跌风险。

图1 铜矿产量同比持续负增长，7月环比下降

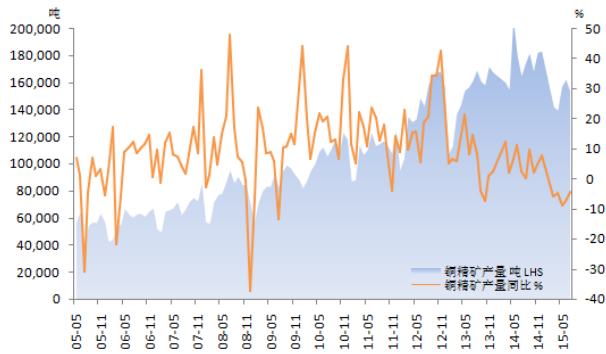
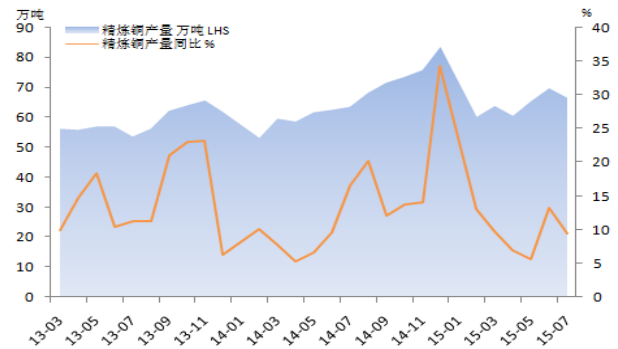


图2 精铜产量增速再度放缓



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图3 空调产销同降，消费旺季库存未见明显下降

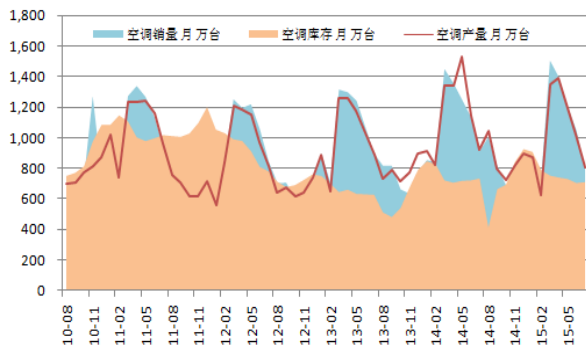
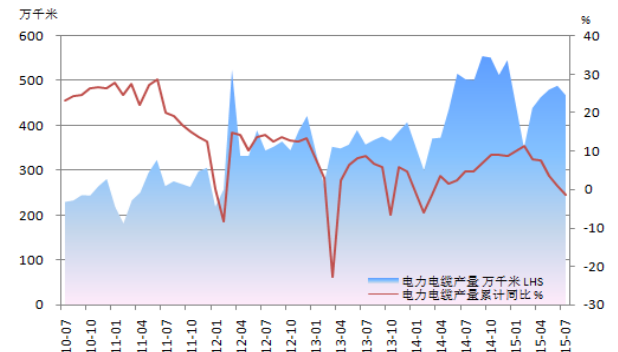


图4 电力电缆产量增速持续滑落，基建对需求拉动未见效果



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图5 电网投资完成额累计同比再度走低，电源投资维持增长态势

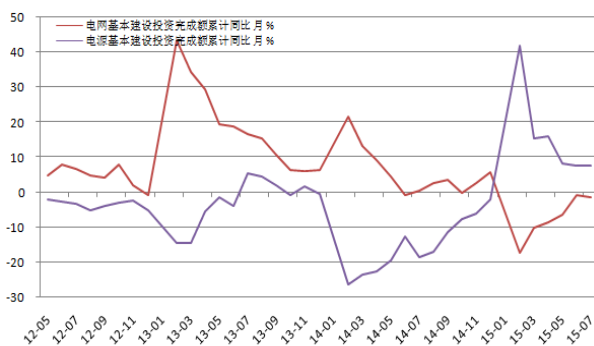


图6 供需平衡表

（万吨）	2015年7月	同比	环比
精铜产量	66.35	4.74%	-4.55%
精铜净进口	24.48	13.08%	1.79%
精铜总供应	90.83	6.86%	-2.92%
库存变化	1.18	-123.64%	-83.00%
表观消费量	92.01	15.00%	-8.45%

来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
