



东兴期货
DONGXING FUTURES

期铜月报

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

铜价上涨通道内，去库左右动
能释放节奏

房地产市场债务分析：

上期推出的有色金属年报中，我们指出债务危机是今年宏观的主要风险之一。在此，我们从房地产板块的债务问题展开讨论。根据彭博统计，2017年中国房地产企业将有2702.32亿人民币的债务到期，其中包含1162.02亿本金偿还以及871.50亿的利息支付。细分至月度分析，在7月与10月均有超300亿的债务需要偿还，其中7月债务到期379.92亿，10月则有307.63亿。考虑到目前房地产市场上的债券中有98.37%以子弹债（即在到期日一次性偿还本金）形式呈现，而本金的数额相对利息更为庞大，对企业的现金流流动性的考验更加严峻，我们认为在企业集中偿还本金的月份或会出现违约风险，对应至时间点上即7-10月份(月均超过154.02亿的本金还款规模)。从债务的货币类型观察，在价值2702.32亿人民币债务中，只有1873.88亿是本币债务，其余折合828.96亿人民币债务是以外币形式偿还，占比高达30.67%。这意味着，部分地产企业除了资金压力外，还面临着汇率压力。在人民币贬值的大周期内，以美元计价的债务量未变的情况下，需要更多的人民币来偿还。若将债务按照货币类型按月细分，地产企业美元债集中偿还月在3、6、10与11月。其中10月有16.67亿美元的债务到期，占当月债务总额的37.48%；而7月有7.69亿美元债到期与65.41亿港币债务到期，折合人民币111.37亿，占当月到期值的29.31%。综合债务类型和债务币种观察，房地产企业的债务压力集中在下半年爆发，重点关注7月以及10月。

图1 按债务类型划分月债务总额 百万人民币

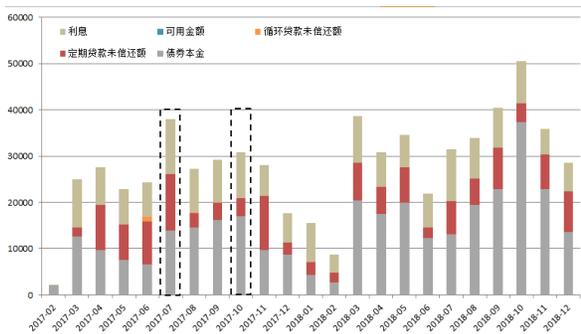
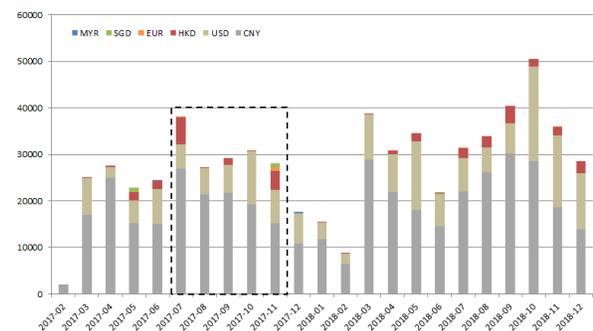


图2 折合人民币计价外币债 百万人民币



来源：Bloomberg、东兴期货投资咨询部

从国内30大城市商品房销售观察，自2016年10月各地颁发限购条例以来，商品房销售呈下降走势，其中一线城市的下滑速率最快，2月成交套数较16年9月下降46.58%至2.01万套。在政府稳房价、限投机性炒房的前提下，随着假期因素的消退，房市销售的季节性回调也难以再现早前30大城市月均销售超25万套的情景。销售的回落意味着库存的增长。2016年地产热的作用下，商品房待售面积持续走低，然而自宏观调控出台后趋势结束，12月待售面积再度走高。尽管截至16年12月待售面积同比仍旧有3.2%的回落，但按照在中国一栋楼层的建筑周期为24-36个月，且基于14年的高新屋开工面积推算，17年或将迎来房屋竣工的又一高峰，叠加销售的走低，房屋待售面积或进一步抬高。库存的增长，销售的回落，意味着地产企业资金回流畅缓，而17年下半年的还债高峰的来临，行业内债务违约的问题可能会发生。这也从另一方面印证我们早前提出的观点——房地产消费对铜价的支撑作用或在下半年消退。

图3 限购政策出台后，商品房成交显著下滑，拖累企业资金回流

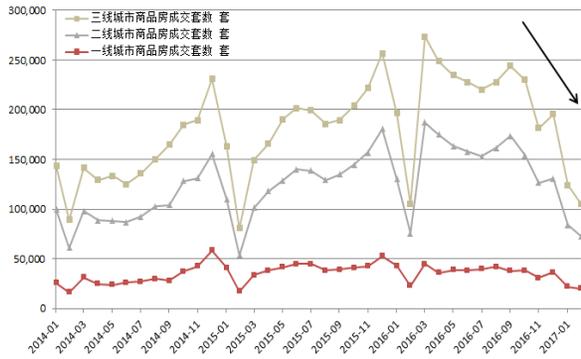
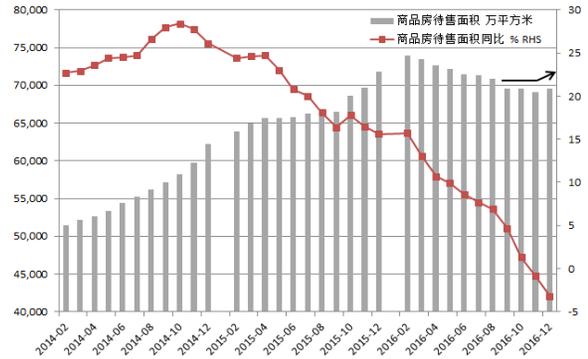


图4 房屋待售面积现回升趋势



来源：iFind、SMM、东兴期货投资咨询部

铜市供需分析：

2月精铜供需维持相对平衡状态，春节因素抵消铜矿供应趋紧影响，库存水平不断抬升。但随着冶炼厂、下游企业的复工，预计3月需求会现好转，市场主要以消耗前期备库存量为主。

2017年2月，全球第二大产矿国秘鲁（2016年铜产量达230万吨，占全球产量的11.86%），因为降雨引发洪灾，多处铜矿生产遇到影响，累计影响产能超过119万吨（从历史数据看，每逢2-5月，秘鲁铜矿产量均受天气影响出现明显回落）。此外，从2月9日位于智利的全球第一大铜矿Escondida宣布罢工开始，已经持续3个星期，影响日产量约5000吨。结合智利劳工法（可在罢工期间雇佣临时工人），以及早前Escondida表示罢工30日内不会辞退罢工工人的言论，我们乐观认为此次罢工的影响将在30日内结束（预计影响产量约10万吨），即使双方未能达成统一，矿山或根据法律雇佣临时工恢复生产。而印尼方面，因为出口许可证到期造成Grasberg铜矿（世界第二大铜矿，2016年产矿48万吨）关停，预计影响9万吨的供应。整体看来，一季度全球铜矿产量遭到不可抗力的因素而出现一致性的放缓，而16年11、12月创新高的铜矿进口量在一定程度上弥补了市场缺口。结合洋山铜溢价与现货TC冶炼费用观察，目前市场需求并不旺盛，我们预计2、3月份铜矿进口增速或进一步放缓，月均进口量或在130万吨附近。

图5 TC费用的回落削弱冶炼厂加工意愿，进口需求同降

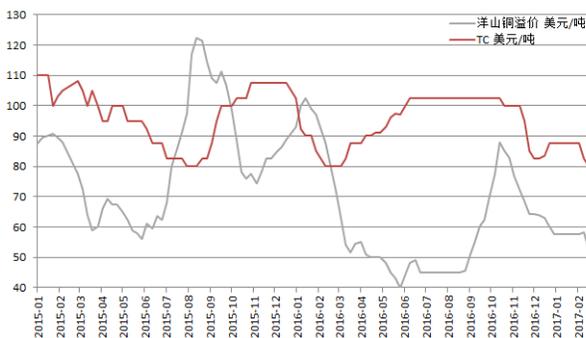
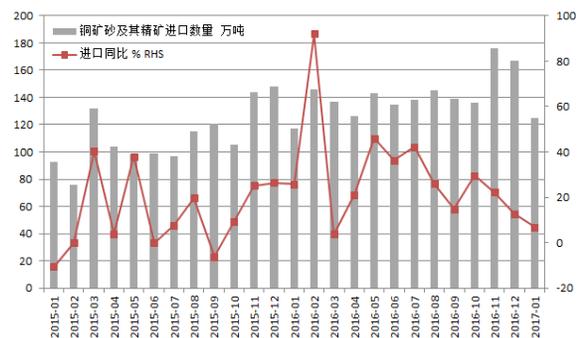


图6 1月铜矿进口大幅回落，但早前新高的进口量弥补市场紧缺



来源：iFind、WIND、SMM、东兴期货投资咨询部

铜矿进口的回落，加上TC费用的持续走低，冶炼企业的开工率或放缓。根据SMM调研，1月冶炼企业的开工率84.4%，而2月因为假期、检修因素，恐进一步回落至80%附近。产能利用率的回落，意味着2月精铜产量或低于16年月均

70.4 万吨的水平之下。

1 月精铜进口同比回落 13.98% 至 27.86 万吨，出口 1.5 万吨同比增长 67.02%（但较 16 年月均值 3.55 万吨水平依旧出现 57.75% 的回落）。结合比值观察，考虑到海运需要 2-3 个月的时间到港，16 年 11 月-12 月的沪伦比值虽位于 8.0 上方运行，但按照我们的模型统计，进口盈利窗口基本处于关闭状态，故进口量出现回落。按照先前我们估算的 2017 年中国精铜供应接近 250 万吨缺口来推算，对月均净进口需求大于 21 万吨，而 1 月净进口达 26.36 万吨，满足我们的假设。

图 7 冶炼企业开工率回落至日产量结束上涨

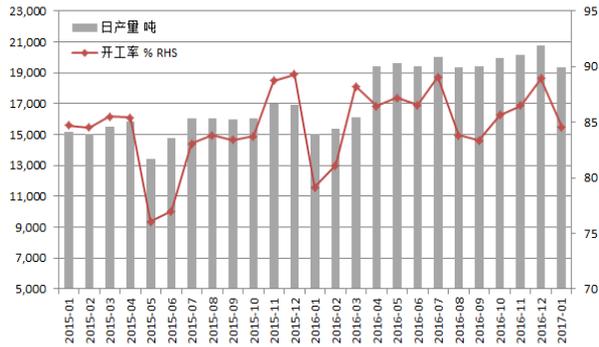


图 9 2017 年 1 月以来进口盈利窗口开启次数较稀少

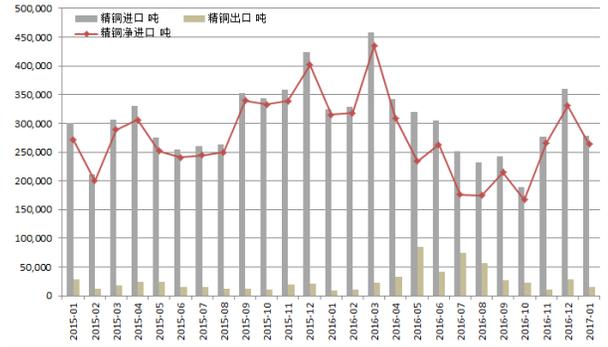


表 1 2017 年冶炼厂检修安排

日期	企业名称	企业产能(万吨/年)	开始时间	结束时间	备注
2017	东营方圆有色金属有限公司	70	2017年2月底	2017年3月中旬	检修
2017	金川集团股份有限公司	80	2017年7月	2017年7月	本部检修
2017	金隆铜业有限公司	45	2017年5月	2017年6月	检修20天
2017	河南豫光金铅集团公司	10	2017年3月初	2017年3月底	检修30天
2017	铜陵金冠铜业	40	2017年2月20日	2017年3月底	检修45天
2017	五矿铜业湖南有限公司	10	2017年1月中	2017年2月6日	检修
2017	河北大无缝建昌铜业有限公司	20	2017年1月初	2017年1月底	检修
2017	云南铜业股份有限公司	45	2016年12月底	2017年1月底	本部检修

来源：iFind, SMM, 东兴期货投资咨询部

图 8 1 月精铜净进口冲高后回落，主要受进口滑落拖累



库存方面，全球显性库存自 16 年 10 月进入上涨通道，于 2 月 18 日当周逼近 16 年库存高点 82 万吨后小幅回落。分交易所观察，SHFE 期货加小计库存合计较 16 年年底上涨 121.67% 至 42.76 万吨（增幅 23.47 万吨），LME 库存存在这一阶段回落 34.58% 至 21.08 万吨（降幅 11.14 万吨），COMEX 库存增添 3.5 万吨。中国保税区库存较 2016 年 12 月上涨 5 万吨至 51 万吨。我们认为全球库存的攀升主要是季节性因素造成的。根据观察，每年的 1-3 月份是显性库

存上涨的一个周期，一般在 3 月份左右达到当年的库存至高点。而这个规律与铜消费大国中国不无关系：中国春节一般在每年的 2 月左右来临，这意味着整个产业链的生产处于一个相对停滞的状态，下游工厂从停工至完全恢复生产需要至少 1 个月的时间，故春节前后由于需求的回落，库存一般呈现上涨的走势。此外，冶炼厂也选择在这一阶段进行检修，在此期间清理早前堆积的库存，故此轮显性库存的上涨也包含着库存显性化的可能。

由于早春的因素，下游企业的生产早在 16 年 12 月就已开始减缓，而备库行为亦较往年有所提前。从铜下游企业开工率观察，12 月电线电缆以及铜杆企业开工率均低于 16 年月均水平，铜管企业以及铜板带箔企业的开工率持平月均开工率，但综合对比，4 大类的企业开工率均较 15 年同期均有不同程度下降。进入 2017 年，下游企业的开工率更是创下 15、16 年同期最低值（1 月电线电缆企业开工率 49.12%，铜管企业开工率 67.02%，铜板带箔企业开工率 59.89%，铜杆企业开工率 59.13%），但考虑到早春因素，1 月的开工率较往年春节期间基本持平。从企业原材料情况（备库）观察，1 月 4 大类型原材料库存总和约 2.09 万吨（较 16 年同期上涨 2545 吨），换算至库存可用天数为 5.46 天，基本持平同期库存水平。整体看来，下游加工企业的开工率的回落以及备库情况较往年提前近一个月，我们预计 2 月随着企业生产的恢复，开工率会逐渐恢复而库存可能小幅回落。

图 10 全球显性库存进入上涨周期达到同期相对高点

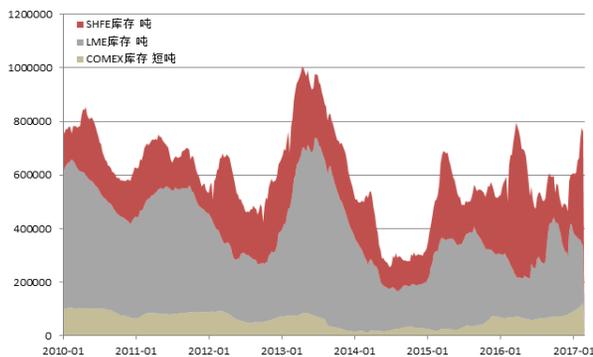


图 12 备库提前，下游加工企业原材料库存位于同期较高水平

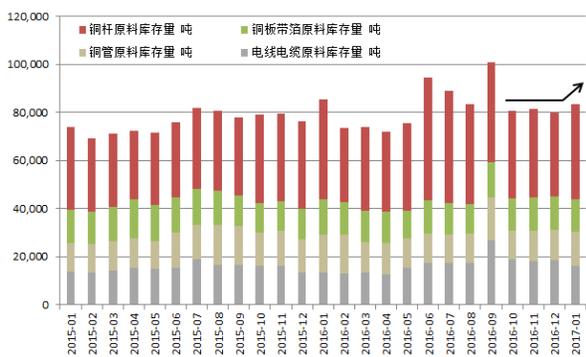


图 11 冶炼厂与加工厂库存可用天数重回今年较高水平

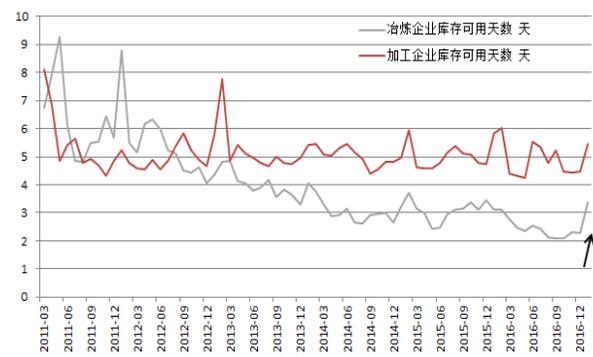
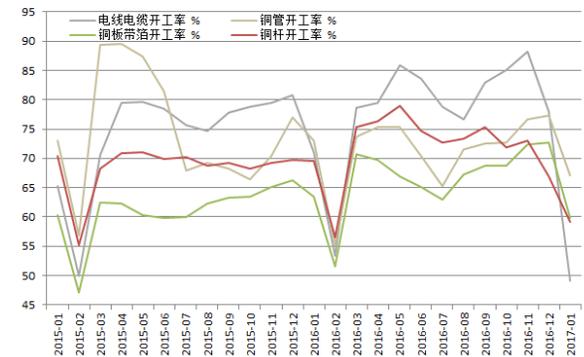


图 13 下游企业开工率提前回落，2 月随着生产恢复或好转



来源：iFind、WIND、SMM、东兴期货投资咨询部

综上所述，铜矿供应紧缩是一季度的主要基调，支撑着铜价向上运行，而全球显性库存的高筑制约着铜价的上涨动

力。由于早春因素，中国精铜冶炼企业、下游加工企业的备库较往年提早进行，预计随着2月份企业开工的恢复（2月电线电缆企业开工率抬升至63.03%，同比上升9.7个百分点，环比也提高13.91个百分点），企业库存会出现转折。交易所库存虽然在2月最后一周出现回落，但将其定义为需求的恢复还为时过早。基于企业可能的去库行为，以及冶炼企业恢复生产，我们预计3月的现货需求或仍旧表现疲弱，维持贴水为主，均价维持在贴水100元/吨水平。需要关注进口盈亏状况（或导致保税库存流入）、库存变化及变化速率。宏观面上，需要关注中国政策对铜消费的落实情况以及美国政策风险对市场情绪的影响。3月伦铜关注5273-6200区间，沪铜主要关注47000-50000区间。

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。
