



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

消费重心已转移，铜价上升
动力将由基建决定

近期铜市依旧维持平衡状态，供应端炒作热点短期仍将刺激铜价走高，而需求端的重心转移，将成为支撑铜价运行的主要动力。近期，矿山争端再起，铜价重拾信心，而废 7 类进口禁令的确认，更是激发市场炒作，铜价重回 50000 上方。按照 2016 年中国进口废铜总金属量为 120 万吨左右推算，2017 年预计为 127 万金属吨，其中七类料占比为 60%-70%，直接影响进口量约为 75-90 万吨，但考虑到废铜进口只占铜进口的不足 25%，对应至年消费（按照产量+进口统计，年均消费超 1300 万吨），占比仅 6%，可见实际对铜供应的影响偏弱。我们认为支撑铜价上涨的力量仍是来自于消费端的好转。在目前消费热点由空调向基建的转移过程中，需警惕市场炒作消退后，铜价面临的短暂回调的可能性。

供应端分析：

罢工风波再起，铜矿再现短期供应偏紧格局。三季度伊始，便传来 Antofagasta 旗下两铜矿面临罢工威胁的消息（aldivar 和 Centinela 铜矿 2016 年产量分别为 22.6 万吨与 5.17 万吨），紧接着 Codelco 旗下的 Andina 铜矿又因异常的寒冷与罕见的降雪导致该矿地面和车辆运输的活动受限制。市场还来不及喘息，秘鲁矿业工会因抗议政府的改革计划，于 7 月 19 日开始无限期的全国大罢工，所幸的是稍后消息显示自由港旗下 Cerro Verde 矿、五矿旗下 Las Bambas 矿，以及 Antamina 矿仍维持正常运转。印尼的 Grasberg 铜矿罢工也在矿工的坚持下进入了第四个月。正如我们早期报告指出，下半年铜矿供应端仍将面临一场罢工风波，但考虑到世界级大矿的薪资谈判基本完结，罢工影响力度较上半年有所减缓。根据 10 家大型矿企公布的财报统计，2017 年上半年铜精矿产量同比下滑近 25.7 万吨，10 家矿企中只有 4 家矿企上半年产量同比上升，其余全部呈现下降（其中因停工风波，英美资源上半年产铜产铜 29.07 万吨，同比下滑 3%；嘉能可上半年产铜 64.29 万吨，同比下滑 9%；淡水河谷二季度产铜 10.08 万吨，同比下降 4.6%；等）。WBMS 最新的报告指出 1-5 月，全球铜矿山产量为 830 万吨，较去年同期下滑 0.7%，亦进一步佐证铜矿供应偏紧格局。上半年铜矿产出的减少，叠加三季度铜矿罢工风波再起，短单 TC/RC 亦离开上升通道，由 6 月的近三个月高点 83.5 美元/吨再度回落至 82.5 美元/吨水平，从侧面印证近期铜矿供应偏紧的格局。我们预计铜矿供应偏紧的格局会逐渐改善，从机构统计的数据可见，尽管经历了上半年大规模的罢工事件，全球铜矿产出同比仅下降 0.7%（折合约 54.3 万吨），说明矿山复工后已经加快生产，以求完成年度生产目标。换言之，矿端生产中断的事件还会持续出现，但影响力或不及市场担忧的那般严重，对铜价的刺激作用只是短暂有效。智利国家铜业委员最新的预期——2017 年铜产量约为 560 万吨，较前一年增加 0.8%，也从另一面给予我们信心——下半年铜矿供应将较上半年显宽松。

图 1 矿端罢工尚未施压铜矿进口，冶炼费用企稳 80 元/吨上方 图 2 进口攀升，铜矿供应整体偏宽松

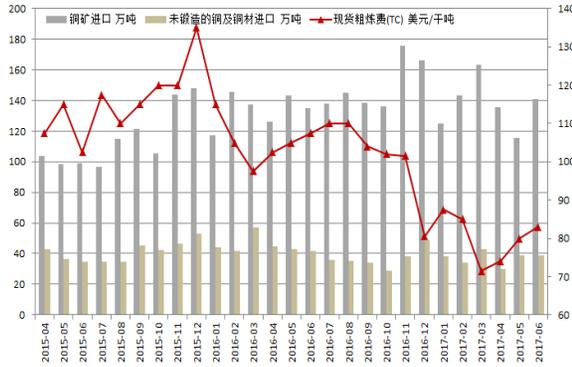


图3 副产品硫酸价格较2016年低位仍高出近40元/吨

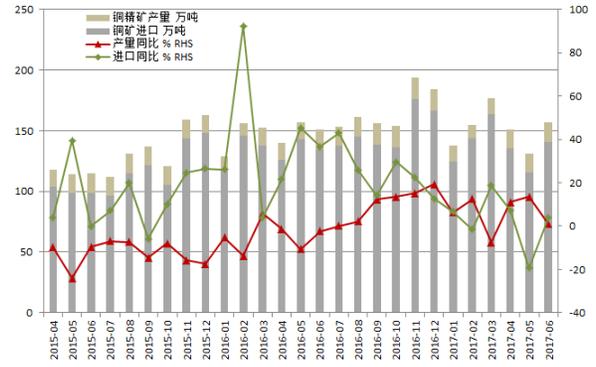


图5 进、出口同增，6月精铜总供应受产量提振维持增长

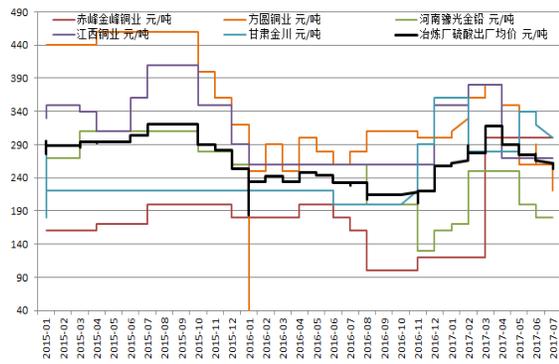


图4 6月精铜产量创2015年12月以来新高

来源：Wind、SMM、东兴期货投资咨询部

尽管矿端再现偏紧格局，但中国铜市供应依旧稳定。2017年6月，中国精炼铜产量同比增加12.0%至76.8万吨，创下自2015年12月以来最高值。考虑到6月铜矿进口140.61万吨，同比增长4.07%（1-6月铜矿累计进口823万吨，同比增长2.28%），市面上铜矿供应并未受到矿端产量收缩影响而偏紧；此外，副产品硫酸的均价近期在240元/吨附近徘徊，但较2016年低点200元/吨仍有利润可图，我们预期精铜仍将维持较高产出。随着紫金铜业、金川铜业、赤峰运通、中条山北方铜业的检修展开，我们预计7月精炼铜产量或将持平6月。

从进出口方面观察，进、出口双回升，但同比增速却大幅回落。5-6月进口盈利窗口鲜有开启，进口需求相对疲弱，洋山铜溢价升幅较为缓慢，仅从58美元/吨上涨至65美元/吨（4月单月涨幅就高达10美元/吨），故6月进口环比小幅回升2.4%至27.14万吨，同比回落40.69%。出口方面，6月同比下降41.86%至2.9万吨，环比上涨72.6%。国内获得来料加工的企业增多，近年精铜出口现明显增长，前期铜价外强内弱格局，不排除贸易商套利行为的可能。6月中下旬开始，进口盈利窗口就长期关闭，加之6月精铜产量创下新高，在需求无明显增量前提下，我们预计7月进口需求或现环比回落的态势。

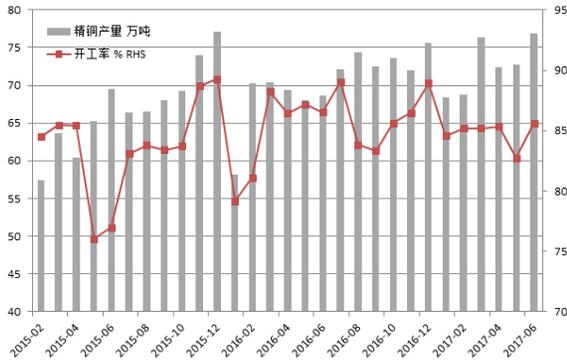


图6 进口盈利窗口自6月中旬开始持续关闭，洋山铜溢价上涨乏力

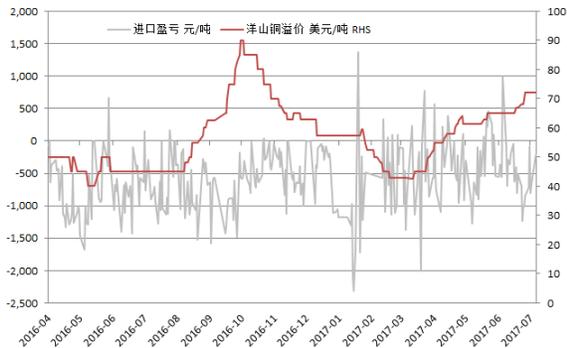
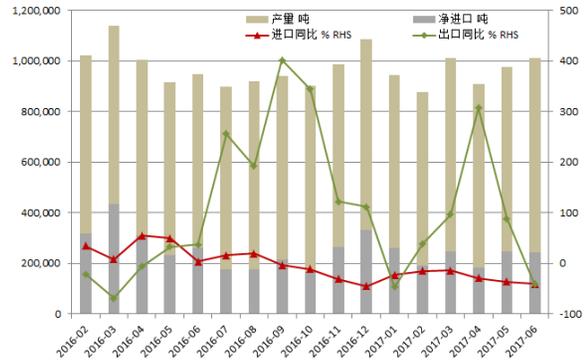


表1 2017年7月冶炼厂检修安排

日期	企业名称	企业产能(万吨/年)	开始时间	结束时间	备注
2017	金昌冶炼厂	18	2017年4月20日	未定	关停
2017	中条山有色集团公司	20	2017年7月初	2017年7月下旬	检修
2017	福建紫金铜业有限公司	30	2017年7月初	2017年7月下旬	检修
2017	赤峰云铜有色金属有限公司	15	2017年6月底	2017年7月下旬	检修
2017	上海鑫冶铜业	6	2017年5月中旬	2017年7月	检修

来源：iFind，Wind，SMM，东兴期货投资咨询部

库存方面，传统消费旺季尾端，库存反复。全球显性库存在6月延续下降趋势，而进入7月，三大交易所库存呈现分化：截止7月22日当周，SHFE库存冲高回落，小计+期货库存从23.29万吨上涨至23.98万吨再降至23.06万吨；同时，LME库存亦呈现同样轨迹，较6月底整体上升5.69万吨；COMEX铜库存则是延续上涨趋势，增量为5914吨。整体观察，截止7月22日为64.81万吨，较6月底上涨5.90万吨，增幅主要来自LME库存（值得留意的，7月初LME交易所现集中交仓近6万吨仓单，这一增量恰好约等于本月全球显性库存的增幅，若扣除这一变量，全球显性库存基本维持稳定），我们认为旺季消费的去库作用已接近尾声，全球库存将结束持续下降的趋势，后期或重回升势。与之相对的是，中国保税库存进入下行通道，截止7月28日，已经较年内高点66.5万吨下降15万吨至51.5万吨，但较6月底的54.5万吨降幅已经放缓至3万吨左右，从侧面传递了消费旺季即将结束的信号。

综合看来，矿端供应再现风波，但中国市场的供应依旧偏宽松，尽管TC/RC出现一定回落，但在硫酸价格尚可的情况下，冶炼厂的产量将维持高位，进口需求随着进口盈利窗口的关闭而有所萎缩，随着季节性消费的尾声来临，库存或离开下行通道，月均显性供应将维持在97-100万吨附近（6月精铜净进口+产量为101.04万吨）。

图 7 全球显性库存维持平稳

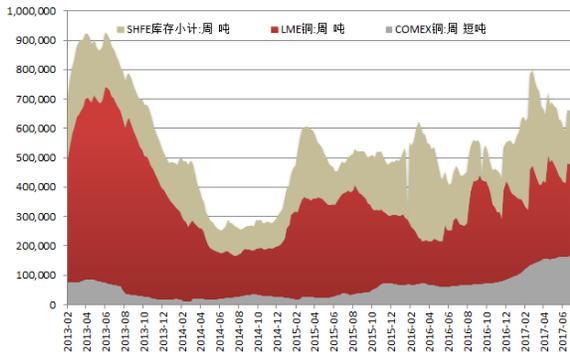


图 9 6 月空调产量环比回落 6.86%

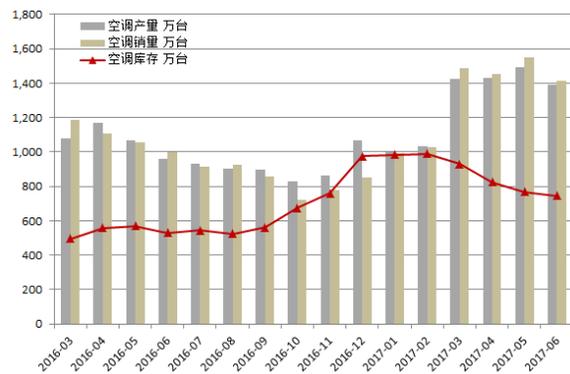


图 8 铜材产量增速回落

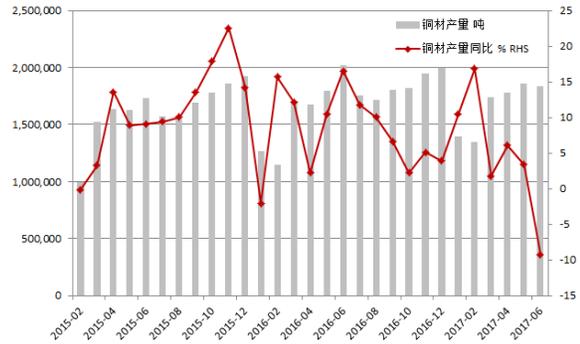
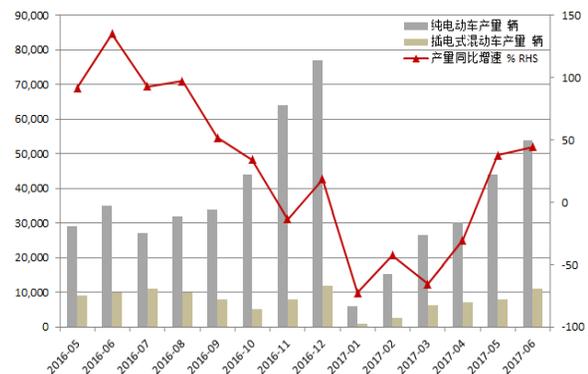


图 10 新能源汽车产量维持 9% 增速增长



来源：iFind、Wind、SMM、东兴期货投资咨询部

消费端分析：

铜材消费方面受终端消费影响，呈现偏弱态势。6 月铜材产量同比下滑 9.27% 至 183.26 万吨，1-6 月累计同比增加 3.76%，消费增速不及 16 年同期，符合消费增幅放缓的判断。分类观察，铜材消费重心转移，铜管消费已进入减速期，基础设施建设对铜的消费支撑开始发力。

高温烧烤模式下，空调销量一路飙涨，但高库存担忧未解除。产业在线数据显示，2017 年 6 月空调行业销量 1413 万台，同比增长 41.4%。其中，出口 458 万台，同比增长 7.3%；内销 955 万台，同比增长 66.8%。在销售一路飘红的时刻，空调的产量正如先前我们预估一般，6 月已经出现回落至 1391 万台，环比下降 6.86%。相应的，6 月铜管企业开工率已较高点 91.39% 回落至 89.82%，但仍位于近年高位。由于空调渠道库存已大致在 4200-4300 万台之间，高库存或对后续的生产造成一定压力，空调生产商对当前高库存也表示出一定忧虑。但考虑到持续高温天气要到 8 月底才结束，对空调去库存的进程或将加速推进，预计铜管行业的高开工率状况在 7 月有望延续——空调产量将维持在月均 1300 万台水平（3-5 月月均产量为 1450.8 万台）。

新能源汽车对铜消费的支撑依旧可期。2017 年 6 月新能源汽车产量为 6.5 万辆，同比增长 44.44%。基于政策性的扶持偏向，纯电动型新能源汽车产量增幅强劲，同比增长 54.29%，而插电混动车产量仅增长 10%。由于新能源车的生

产受政策左右，我们认为在目前的补贴条例下，以及技术的转换，新能源汽车将按照高于 80%的纯电动车与不足 20%的插电式混动车相结合地产出模式延续高速增长。从铜板带箔企业开工率观察，6 月开工率为 71.37%，撇去春节因素，铜箔企业开工率年内始终维持 70%以上的高开工率，支撑铜的终端消费。

二季度末至三季度，铜的消费重点已经转向政策性消费——电线电缆。6 月，电线电缆企业开工率再创新高至 91.83%，月均耗铜 11.48 万吨。从电网投资完成额观察，1-6 月累计完成 2398 亿元，同比增长 9.98%，符合我们先前低增速的判断；电源投资完成额虽延续负增长，但增速明显好转，对比 1-4 月累计下降 21.18%同比增速，1-6 月累计增速已经提升至下降 13.54%。整体观察，政策性对铜消费的提振作用已经初现端倪，电源投资增速料将逐步转好，而电网投资将维持相对低增速的增长（早期报告已指出，2017 年电网投资增速难以高企，但增量仍可观）。

结合供应与需求观察，铜市依旧处于供需相对平衡的状态。矿端再现紧张，但 7 月冶炼厂检修，时点上的匹配使得国内铜矿供应尚未现明显短缺；季节性消费旺季即将结束，全球显性库存下降幅度已经明显放缓，后期库存或进入补库阶段。需求端，尽管高温酷暑，空调销量一路飙涨，但高库存压力下，空调产量已现回调，前期对铜消费的刺激作用减弱；基建投资已现发力迹象，铜消费的重心向逐步向电线电缆转移，新能源汽车为完成年度产量计划，料将继续支撑铜的消费。沪铜短期关注 50000 整数支撑，上方 51600 压力，中期关注 46600-54600 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。
