

# 危中有机，关注铜多配机会

姓名：李瑶瑶

投询资格号：Z0014443

日期：20240225

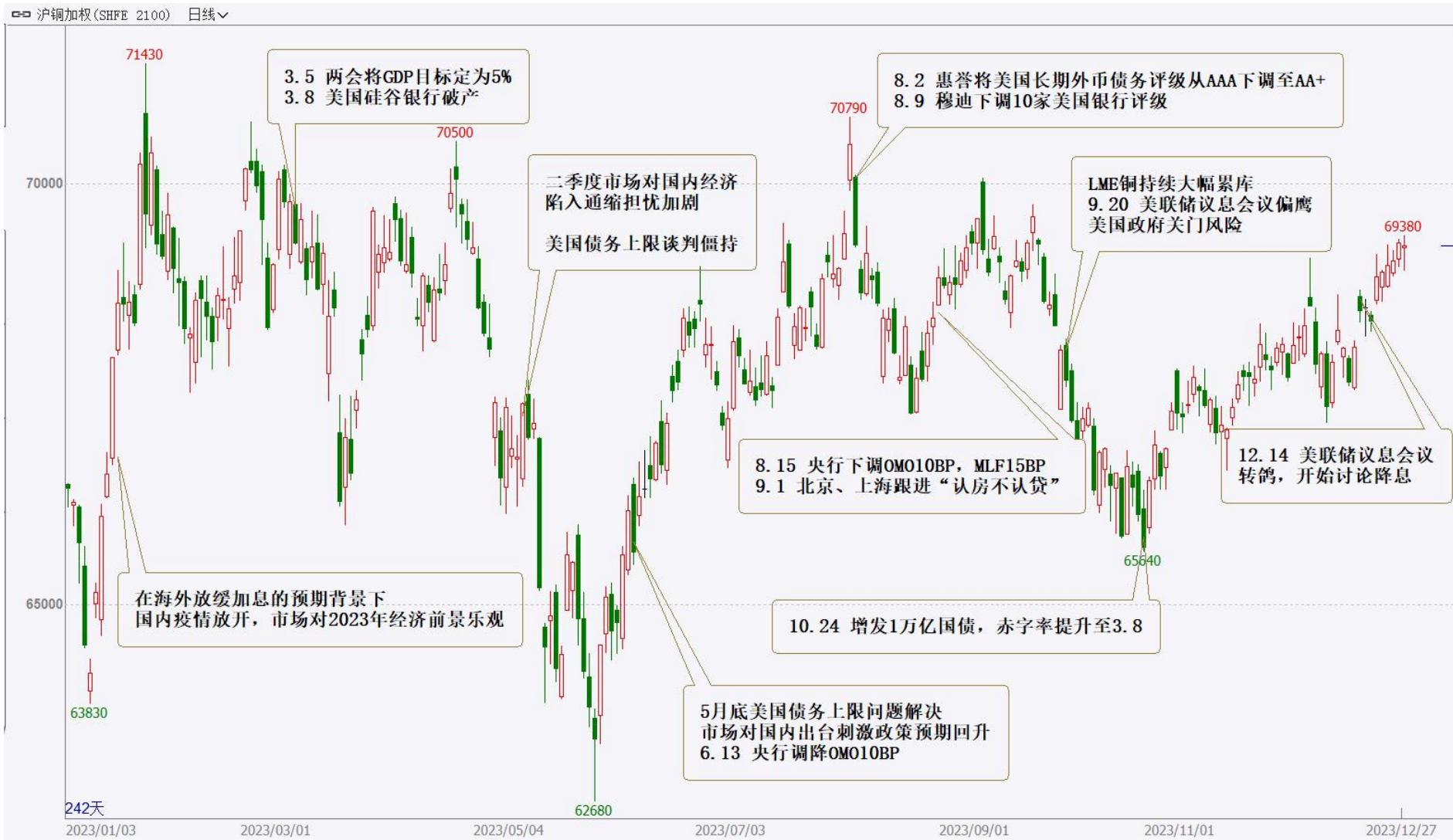
美国的通胀“不是问题”&全球经济“会”衰退。欧洲能源安全危机使得欧洲大幅衰退



疫情没有深远影响，刺激经济依旧有效，通胀压力加大

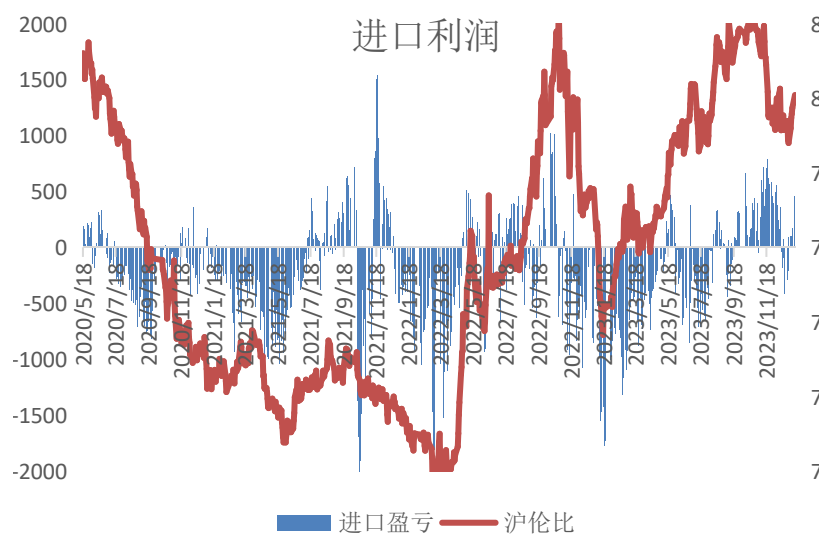
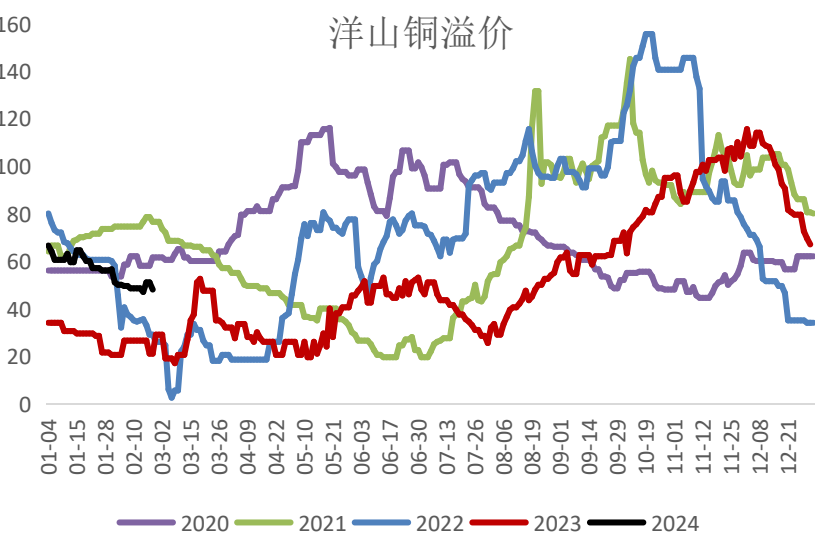
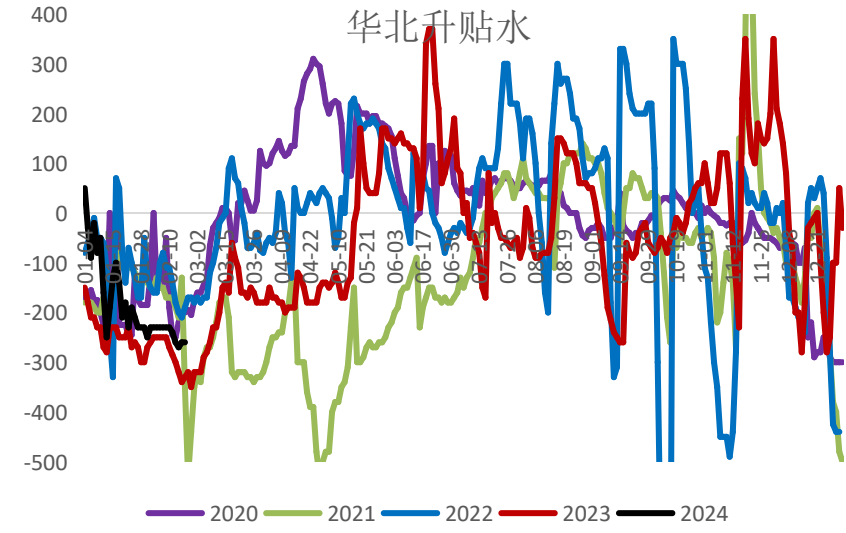
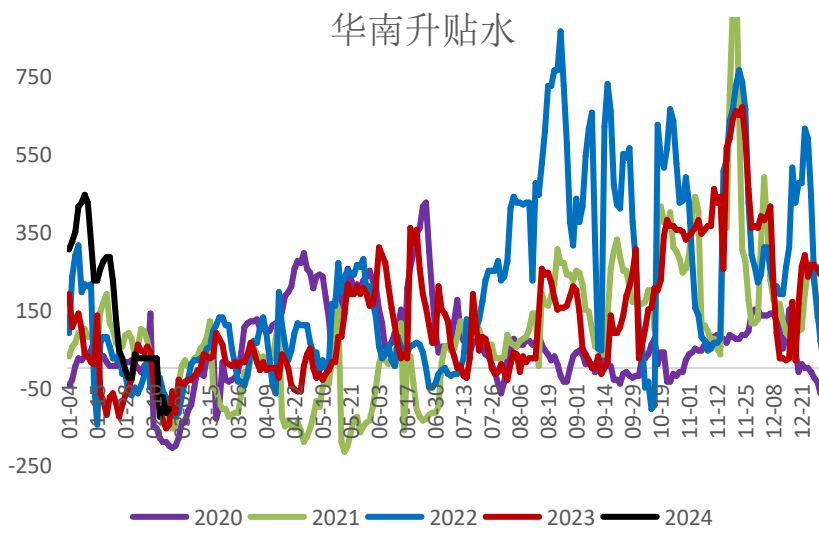
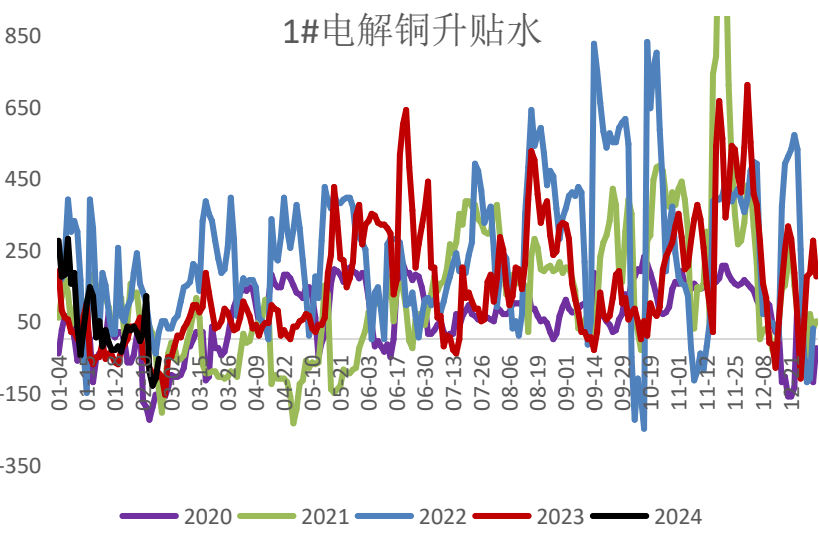
美国、欧洲的经济表现超出很多人的预期，美国就业市场稳定，通胀有较强的粘性；欧洲制造业相对取得了稳步增长；美国原本缓慢的信用收缩在财政“被迫”发力下再度扩张，解释了经济的韧性和“再加速”；中国从疫情政策转向，到经济复苏的预期没有那么强；中国“紧”财政和“弱”地产延后了信用宽松和增长修复的进展，经济呈现弱复苏局面。

# 行情回顾-铜价区间震荡



- 国内：弱现实和强预期、强政策预期
- 海外：美联储加息、降息预期
- 铜基本面：消费向好，低库存

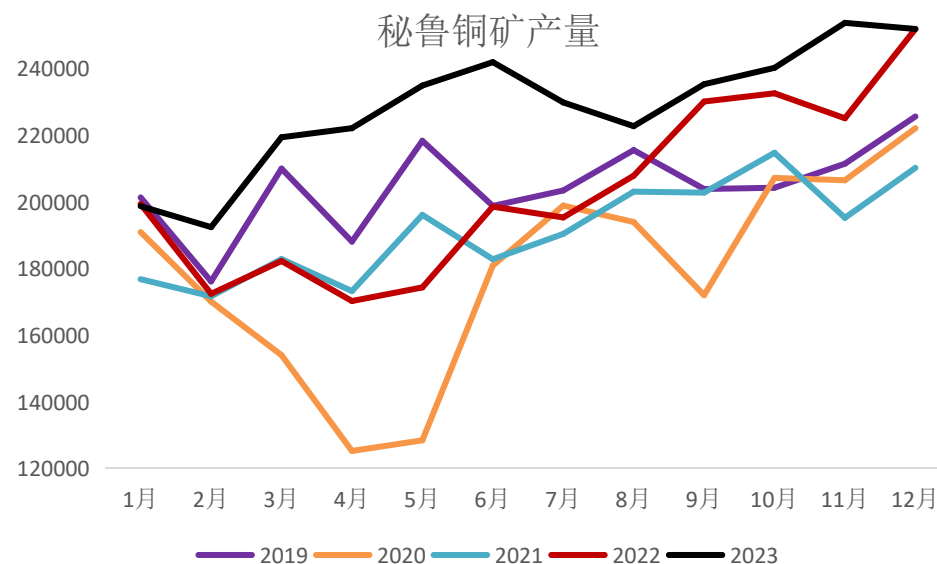
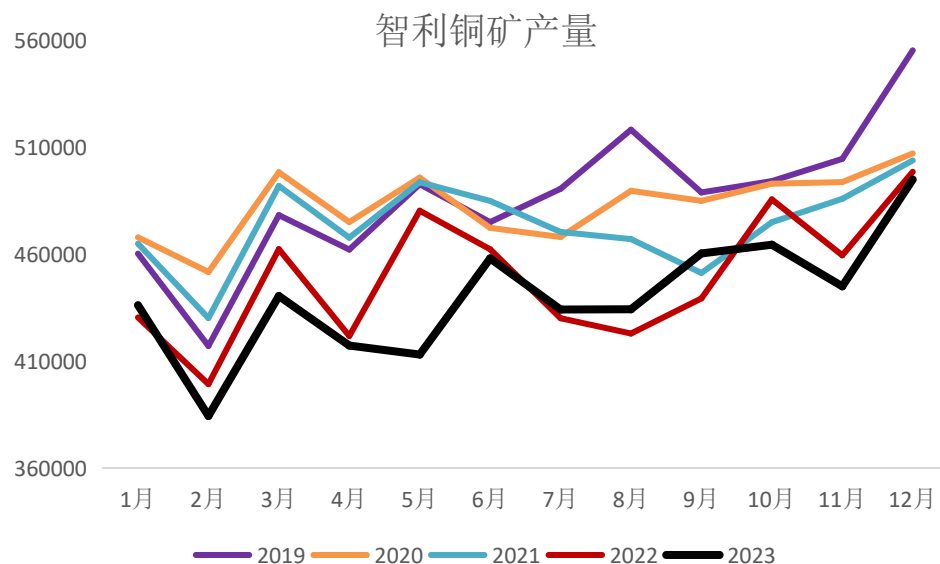
# 结构性行情回顾-低库存下，现货整体偏紧



# 2023年智利铜产量延续下滑

智利因矿石品级下降，干旱缺水，设备检修等问题等影响，2022年产量大幅下降三十余万吨，2023年产量延续下降，智利铜产量同比下降2%至528万吨，降幅为10.9万吨。随着秘鲁新扩建矿山产量持续释放，而且干扰率下降，2023年秘鲁铜产量大幅增长12.4%至274万吨，增幅30.3万吨。

智利国家铜业公司（CodeIco）首席执行官表示，2023年铜产量将在131.5万吨左右，2024年公司铜产量约为134万吨；计划2030年恢复到170万吨。

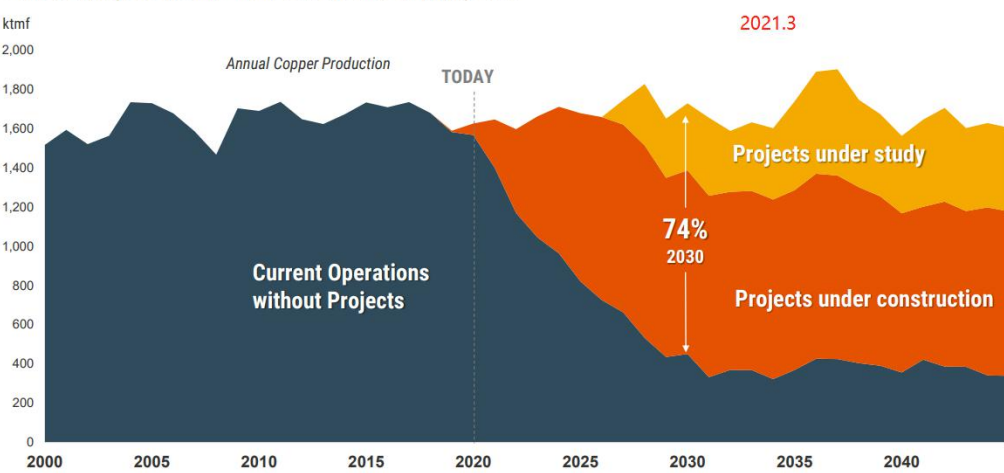




# 智利铜矿产量面临较大问题，近几年产量延续低位

## Codelco's investment program is key to maintain production

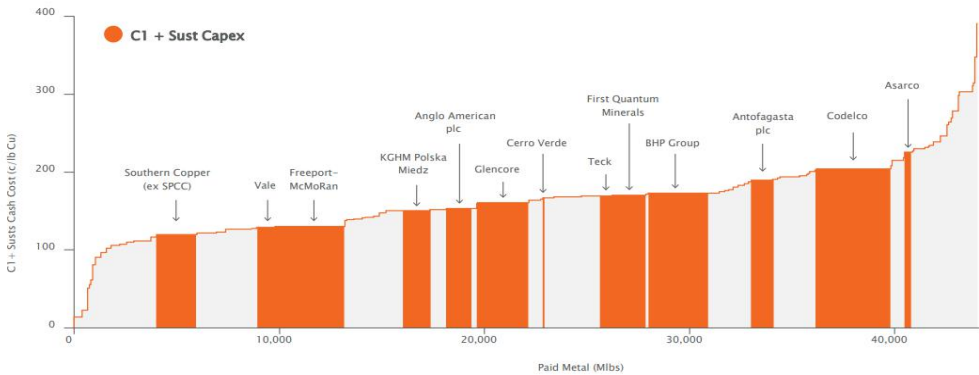
Structural projects account for 3/4 of expected output by 2030



## Copper Mine Composite Costs Curve

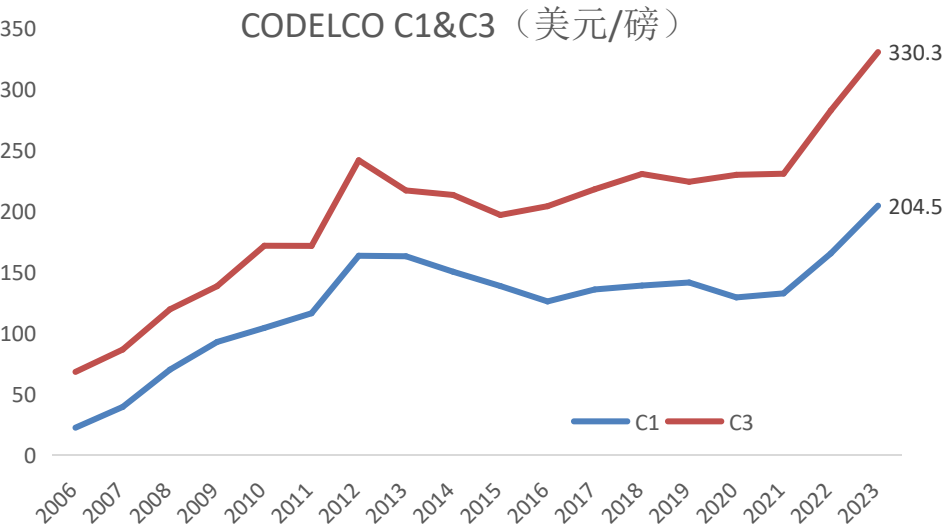
2022 COPPER MINE, COMPOSITE, C1 + SUST CAPEX

GROUPED BY COMPANY AND RANKED BY C1 + SUST CAPEX



Codelco 2023年的现金成本增加23.6%至204.5美元/磅，完全成本增加16.9%至330.3美元/磅（7282美元/吨）。

根据Woodmac对铜矿山成本的测算，全球矿山90分位成本线2023年上升至294美分/磅（6481美元/吨）。



## Production outlook – supplementary guidance

	Units	2022	2023F	2024F	2025F	2026F (new)
Copper <sup>1</sup>	kt	Chile: 562	Chile: ~505 (prev. ~520)	Chile: 430-460 (prev. 550-600)	Chile: 380-410 (prev. 530-580)	Chile: 440-470
		Peru: 102	Peru: ~320 (prev. 310-350)	Peru: 300-330 (prev. 360-400)	Peru: 310-340 (prev. 310-350)	Peru: 320-350
Platinum Group Metals – M&C by source <sup>3</sup>	Moz	Own mined: 2.6 POC: 1.4	Own mined: ~2.5 POC: ~1.3	Own mined: 2.1-2.3 POC: 1.2-1.4	Own mined: 2.1-2.3 POC: 0.9-1.1	Own mined: 2.1-2.3 POC: 0.9-1.1
Platinum Group Metals – Refined <sup>7</sup>	Moz	3.8	~3.8 (prev. 3.6-4.0)	3.3-3.7 (prev. 3.6-4.0)	3.0-3.4 (prev. 3.3-3.7)	3.0-3.4
Iron Ore (Kumba) <sup>8</sup>	Mt	38	35-36 (prev. 35-37)	35-37 (prev. 37-39)	35-37 (prev. 39-41)	35-37
Iron Ore (Minas-Rio) <sup>9</sup>	Mt	22	~24 (prev. 22-24)	23-25 (prev. 24-26)	22-24 (prev. 25-27)	23-25

2023年全球铜矿新增约70万吨，2024年新增约60万吨



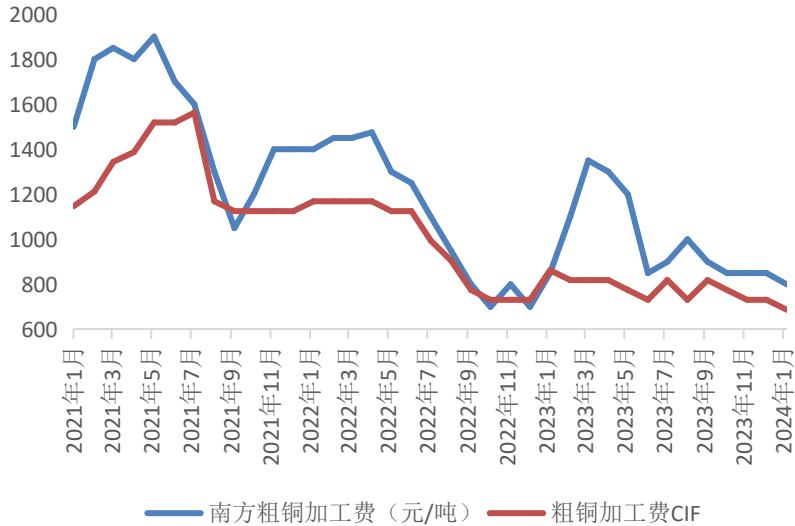
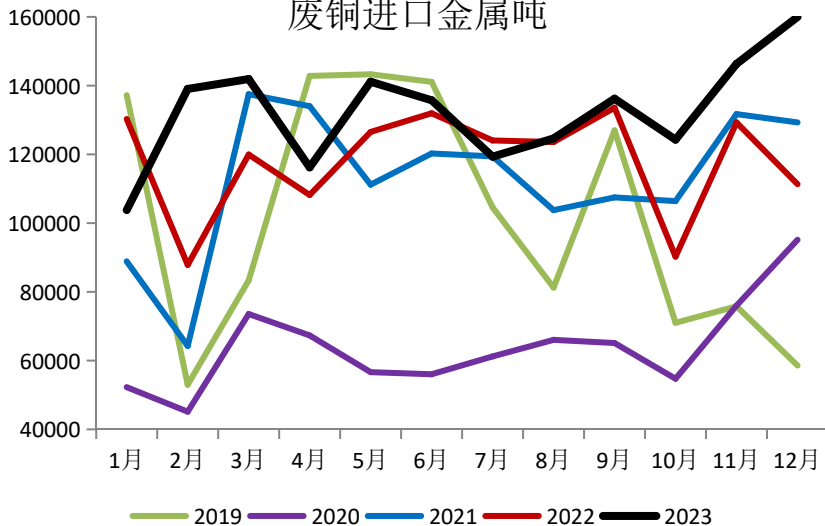
单位：千吨	2023Q3	2022Q3	同比	2022	2023E	同比
Codelco	1039	1136	-8.54%	1553	1430	-7.92%
BHP	991.5	915	8.36%	1229.7	1261-1408	8.52%
Freeport-McMoRan	1347	1438	-6.33%	1911	1842	-1.26%
Glencore	736	770.5	-4.50%	1058	1040±30	-1.70%
Southern Copper	679.9	653.4	4.06%	894.7	918	2.60%
紫金矿业	877.3	584.0	50.22%	877.30	950	8.29%
KGHM	528.4	556.5	-5.05%	723.60	718	-0.73%
Antofagasta	507.2	469.1	8.12%	646	640-670	1.39%
Anglo American	596.3	420.2	41.91%	664.5	825	24.15%
First quantum	548.0	570	-3.86%	775.8	745-775	-2.04%
Rio Tino	459.6	454.6	1.10%	607.35	590-640	1.26%
Norilsk Nickel	304	317.2	-4.15%	433	417-441	-0.92%
MMG	255.8	219.4	16.59%	305.27	340-365	15.47%
Teck	197.60	211.30	-6.48%	278.35	320-365	26.64%
Vale	227	186.8	21.73%	253.1	315-325	26.43%
洛阳钼业	291.0	208.6	39.50%	282.67	390-453.7	49.24%
Lundin	211.5	193.10	9.53%	249.6	296-325	24.40%
Barrick	139.3	156.00	-10.74%	199.6	190-213	1.13%
总计	8897.55	8323.7	6.89%	12942.54	13521	4.47%

铜矿	所属公司	所在地	预计增量（千吨/年，金属吨）			
			2022年	2023年	2024年	2025
Grasberg	Freeport	印尼	60			
Cerro Verde		秘鲁	40			
Morenci、Lone Star		美国	80			
Aktogay	KAZ Minerals	哈萨克斯坦	70	10		
玉龙	西部矿业	中国	21		30	
TFM	洛阳钼业	刚果金		70	130	50
KFM		刚果金		80	70	
Kamoa-Kakula	紫金矿业	刚果金	230	90	50	150
Timok		塞尔维亚	45	40	30	30
RTB Bor		塞尔维亚	45			
Qulong		中国	110	30	10	90
Oyu Tolgoi	Rio Tino	蒙古		35	150	30
QB2	Teck	智利		120	150	50
Quellaveco	Anglo American	秘鲁	100	220		
Mirador	铜陵有色	秘鲁			70	20
Mina Justa	Marcobre	秘鲁	50			
Udokan	Udokan Copper	俄罗斯		50	70	30
合计			851	745	760	450
智利	品味下降及干旱		-350	-100	-50	
秘鲁	社区干扰		-80	50		
Glencore			-120			
Core Panama	停产			-30	-100	
合计			301	665	610	450

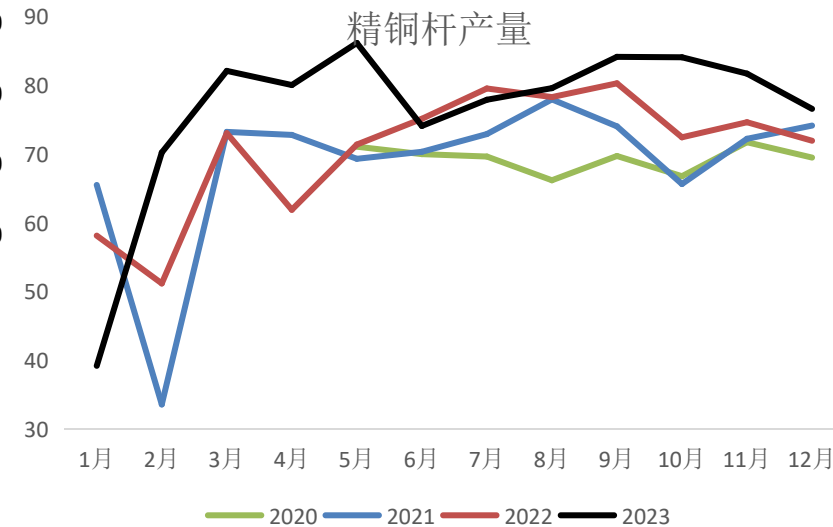
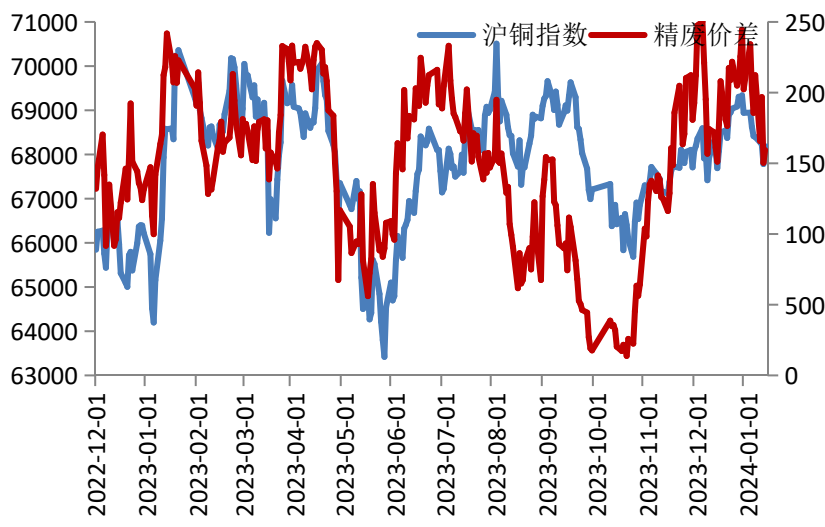
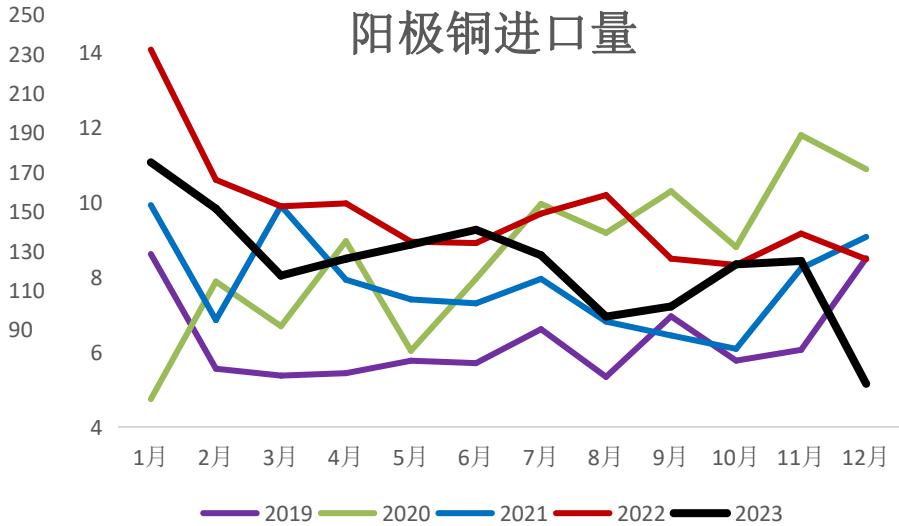
资料来源：公司报告 新潮研究所

# 2023年国内废铜供应干扰较小，2024粗铜供应紧缺凸显

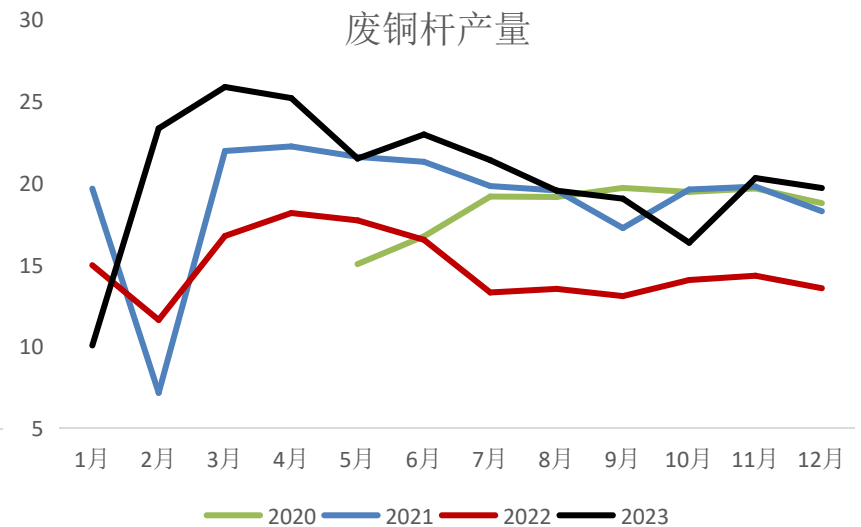
废铜进口金属吨



阳极铜进口量

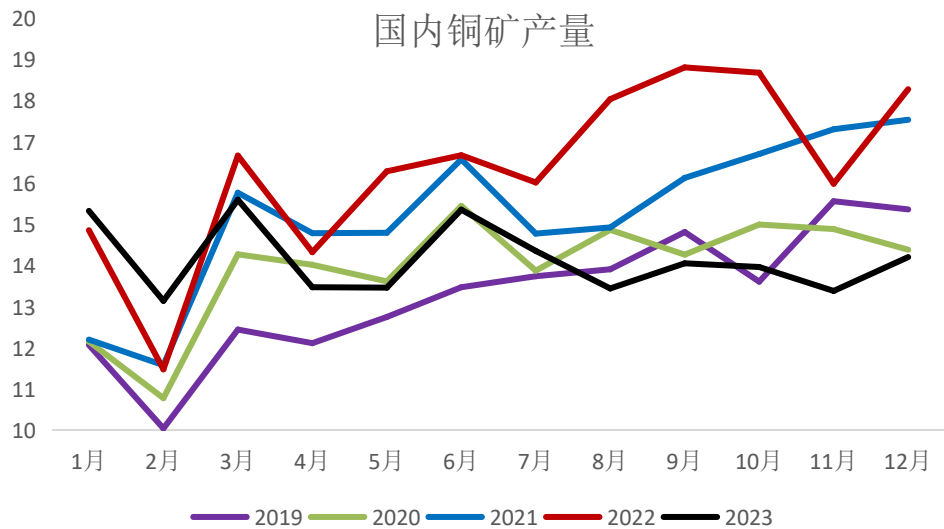
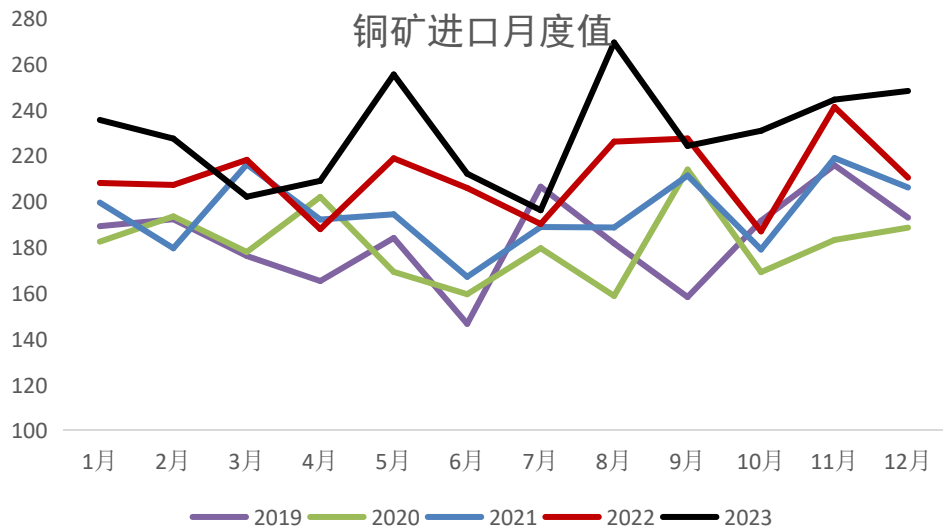


废铜杆产量





# 进口铜矿大幅增长，国内铜矿产量下滑严重



日期	精炼铜 产量	国内铜 矿产量	进口铜 矿	进口废铜	进口阳极铜	国内废铜 用于冶炼
2016	843.63	185.07	424	120.5	70.7	91.56
2017	888.9	165.64	433	131.6	80	131.3
2018	902.9	150.6	493	130.5	89.5	104.55
2019	895	162.78	550	122	75.5	45.72
2020	930	167.5	544	77	103	77
2021	997.6	183	585	135.4	93.7	68.2
2022	1028.21	196	631.76	141.68	116.5	13.11
2023	1144	169.7	688.4	158.8	100	106.5

2023 铜矿进口累计同比增长8.9%，增幅56.6万金属吨；

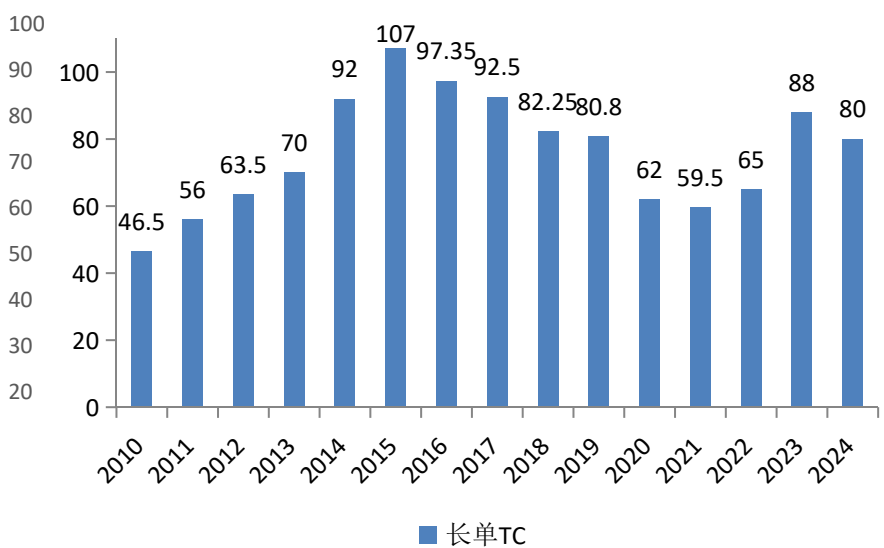
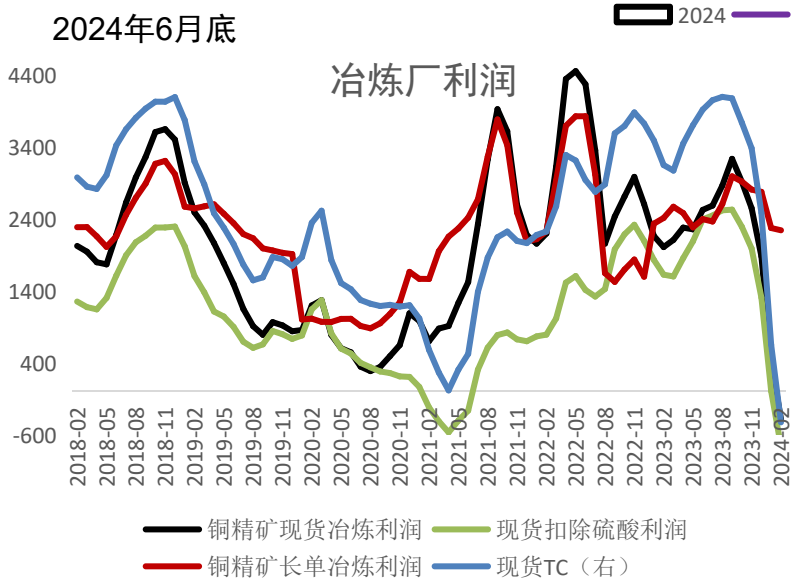
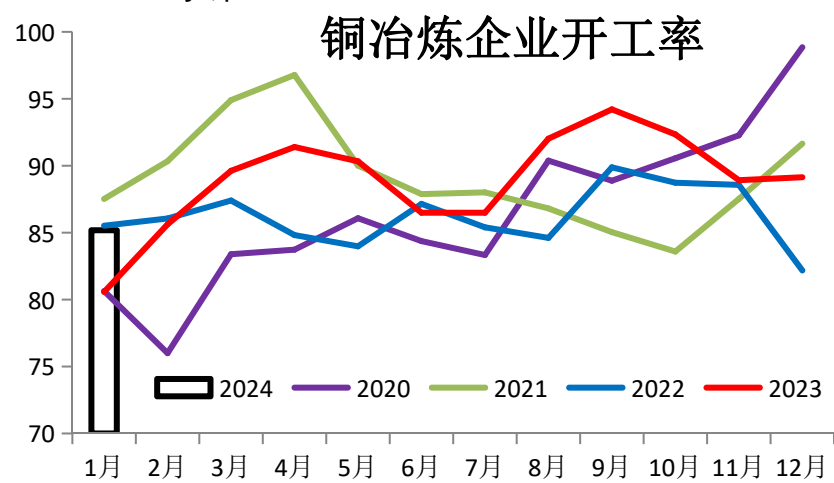
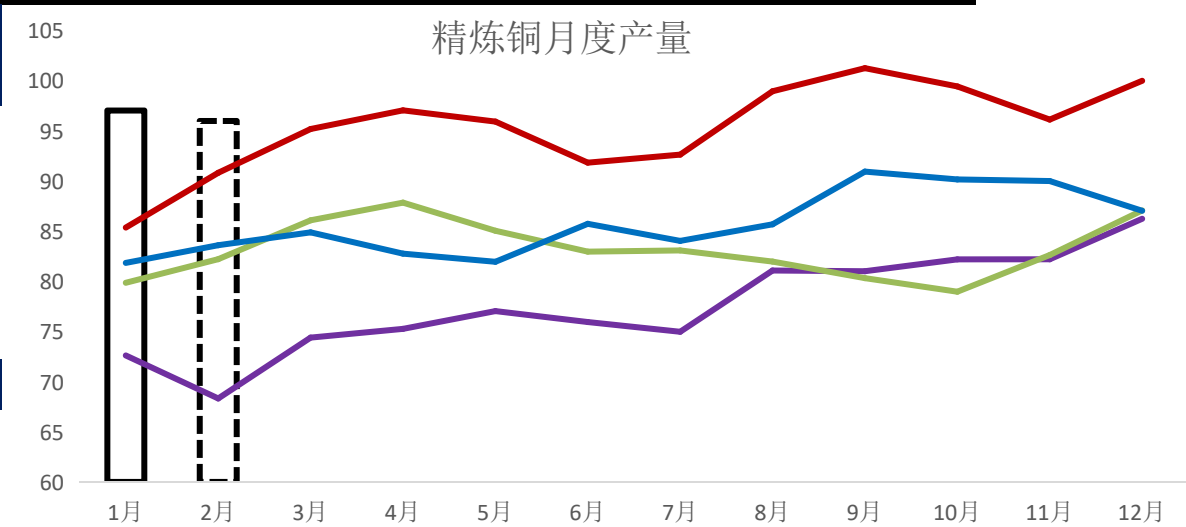
2023 国内铜矿产量同比下滑13.4%，降幅26.3万吨。

# 2023年国内精炼铜产量新增116万吨，预计24年+50万吨



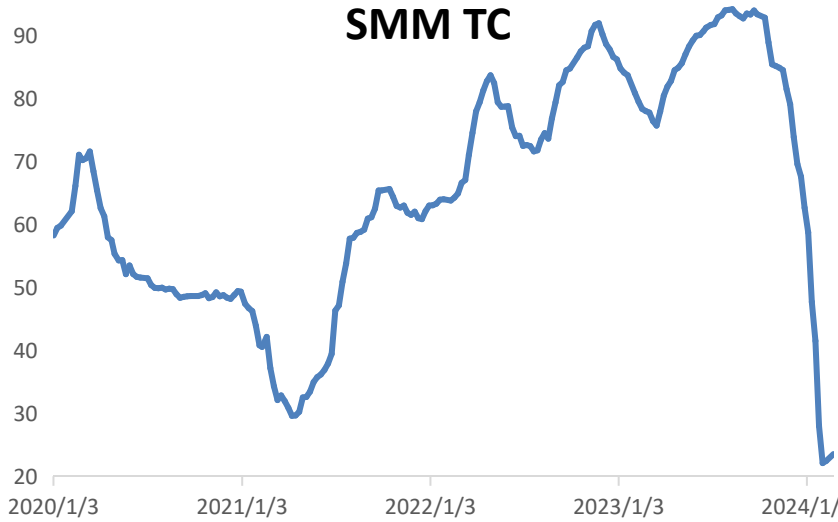
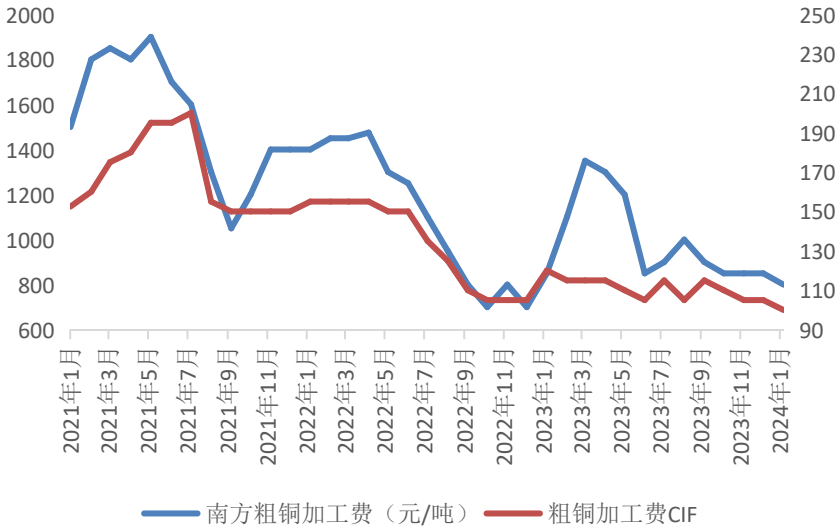
2023年铜冶炼厂新扩建项目			
公司名称	新增粗炼产能	生产使用原料	投产年月
铜陵有色（金冠铜业）	8	铜精矿	2022. 11
大冶有色(阳新宏盛)	40	铜精矿	2022. 11
烟台国兴	8	铜精矿	2023. 4
中条山有色金属集团有限公司	18	铜精矿	2023. 10
小计	26		

2024年铜冶炼厂新扩建项目			
白银有色	20	铜精矿	2024Q1
恒邦股份	10	铜精矿	2024H2
葫芦岛宏跃北方	5	铜精矿	2024Q2
赤峰富邦	6	铜精矿	
小计	41		



# 铜精矿供应紧缺、检修、粗铜紧缺将影响二季度铜产量

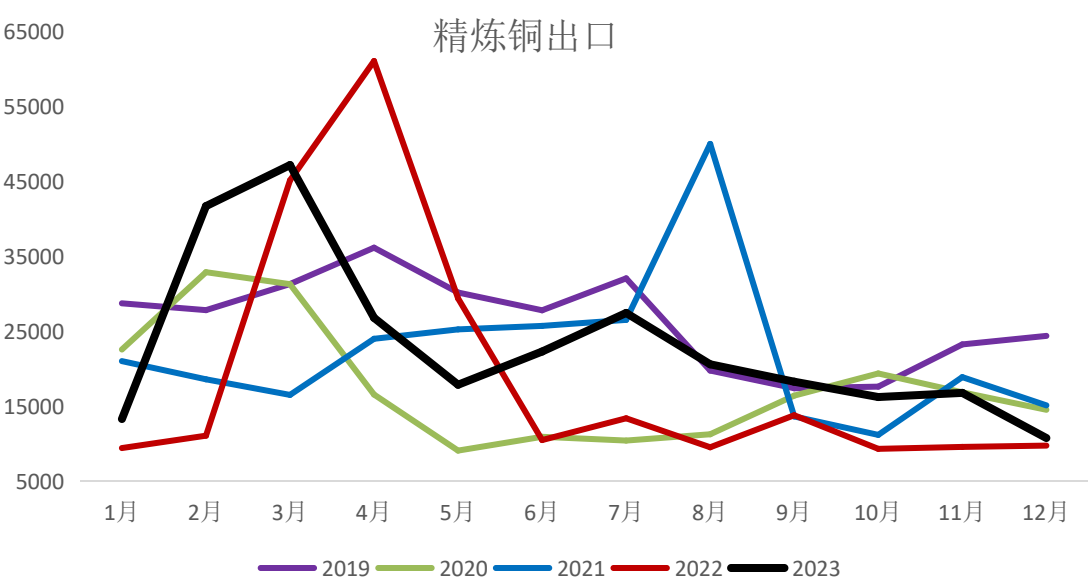
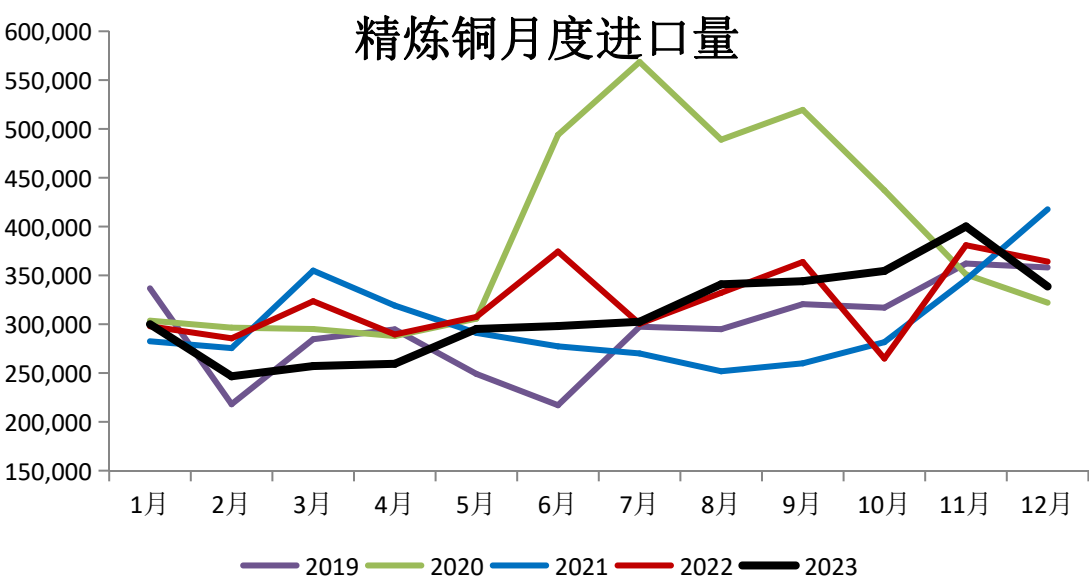
企业	粗炼产能 (万吨)	开始时间	结束时间	检修天数 (天)	检修环节
葫芦岛北方宏跃	10	2月中	2月底	10-15天	粗炼
广西南国（一期）	30	2023年11月	不详		粗炼
阳新弘盛铜业	40	4月初	5月初	30天	粗炼
中原黄金冶炼厂	35	3月20日	45407	35-40天	粗炼
山东中金岭南铜业（三厂）	25	4月	5月	30天	粗炼
恒邦股份	10	4月	5月	30天	粗炼
铜陵有色金冠（双闪）	48	5月	5月	25-30天	粗炼
阳谷建发铜业	40	5月	6月	30天	粗炼
五矿铜业（胡南）	10	5月25日	45468	30天	粗炼
江铜富冶和鼎	15（新线）	5月下旬	7月	55天	粗炼
赤峰金通铜业	30	5月底	6月下旬	20-25天	粗炼
包头华鼎	10	6月	6月	25天	粗炼
赤峰云铜	40	8月	9月	轮休	粗炼
飞尚铜业	10	9月	9月	5-10天	粗炼
江铜富冶和鼎	15（老线）	10月底	11月	35天	粗炼
中条山有色	13	10月	11月	30天	粗炼
紫金铜业	25	11月	11月	15天	粗炼
恒邦股份	10	10月	11月	30天	粗炼



# 2023年国内精炼铜净进口大幅下滑，预计24年或有所回升



2023国内精炼铜累计进口373万吨，同比下降3.8%，降幅14.7万吨。2023年国内精炼铜出口累计同比增长20.4%至27.9万吨，增幅4.7万吨。国内精炼铜净进口345.8万吨，同比下降19.4万吨。

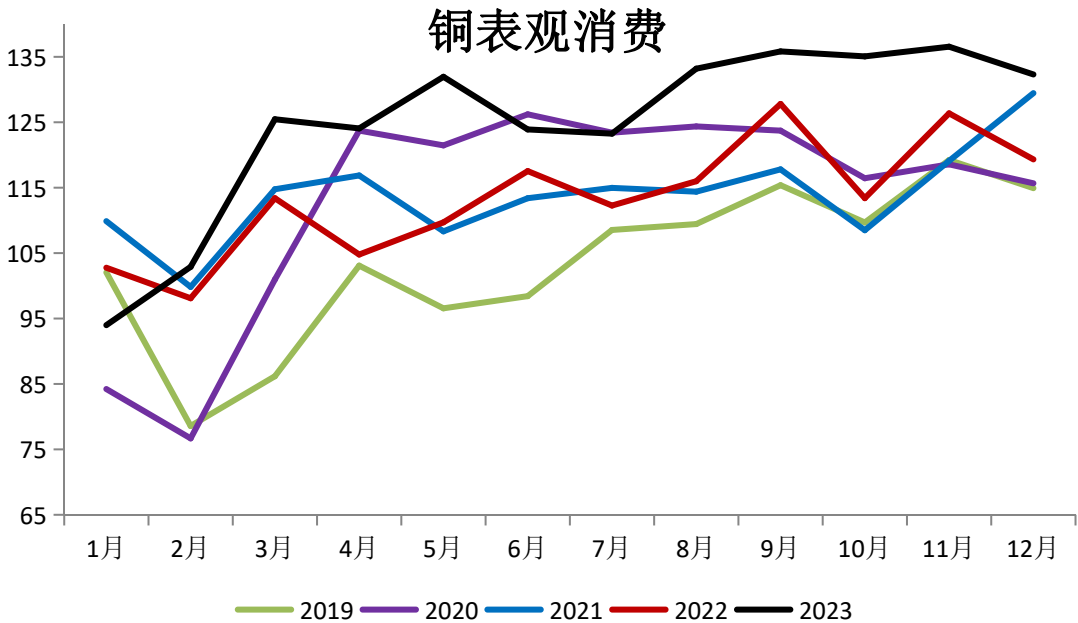


资料来源: wind 新湖研究所

# 2023年国内表观消费累计同比增加7%

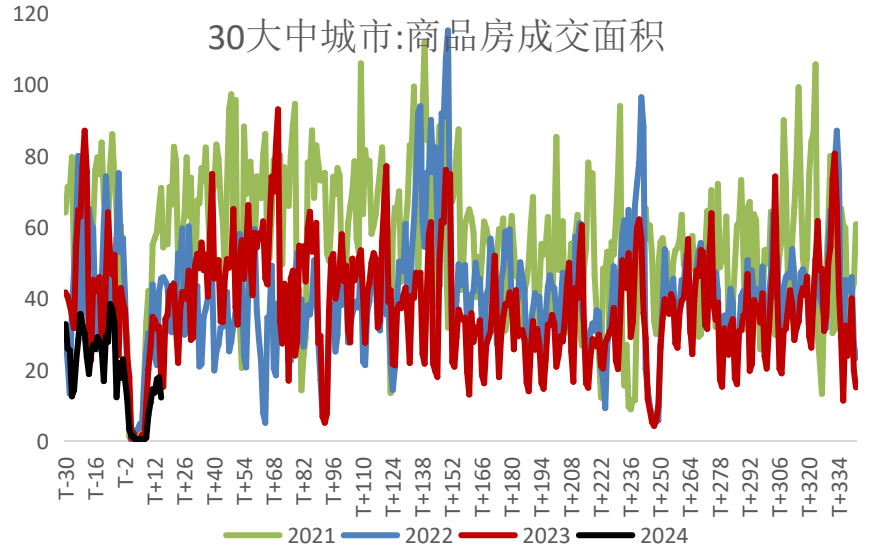
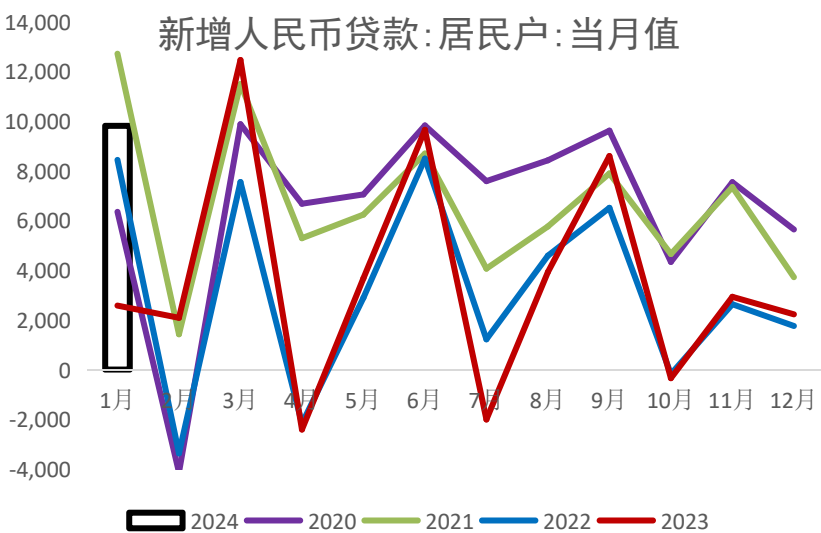
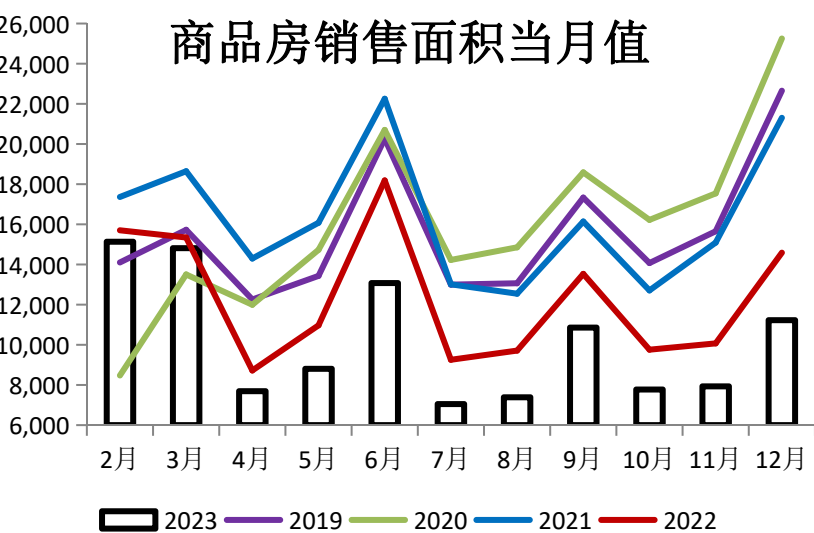
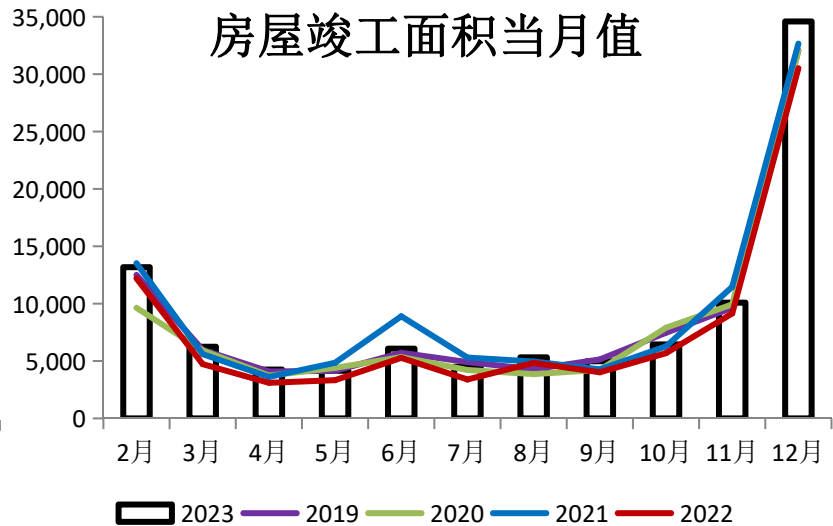
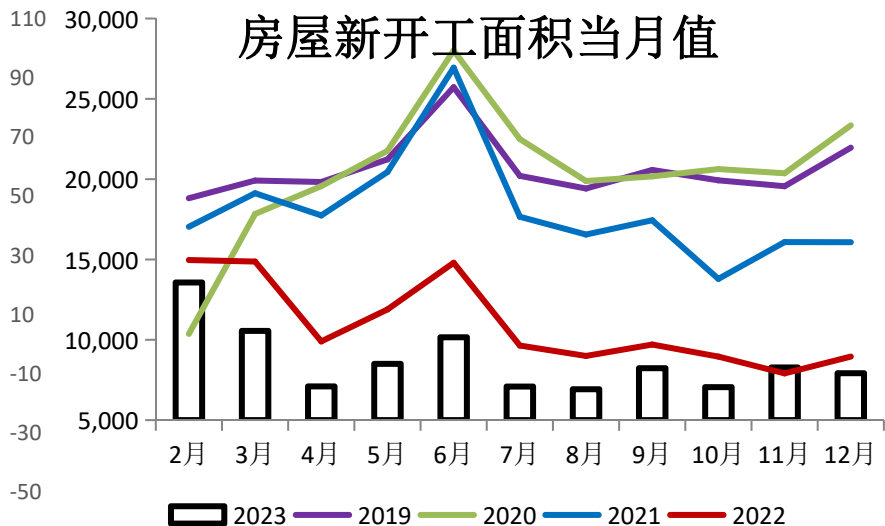
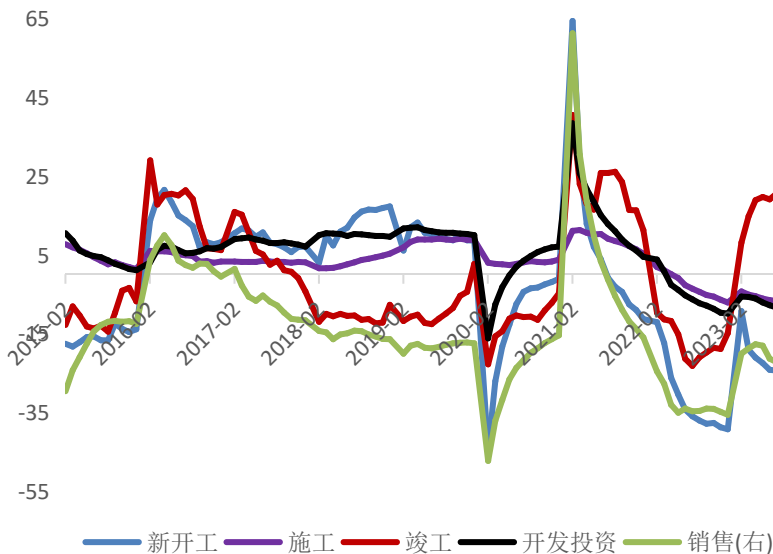


日期	SMM精铜产量	进口（吨）	出口（吨）	库存变化（吨）	表观消费	表观消费同比变化	表观累计消费	表观累计消费同比变化
2022-09	90.90	350518	13812	-75018	132.07	12.11	1039.71	2.92
2022-10	90.12	265073	9336	22981	113.40	4.51	1153.11	3.07
2022-11	89.96	380892	9594	7286	126.36	6.10	1279.47	3.36
2022-12	87.00	364116	9769	31042	119.33	-7.82	1398.80	2.31
2023-01	85.33	299987	13316	200041	93.99	-12.51	93.99	-12.51
2023-02	90.78	246732	41680	91971	102.09	9.01	196.08	-2.49
2023-03	95.14	257142	47152	-93204	125.46	5.80	321.54	0.59
2023-04	97.00	259899	26795	-37481	124.06	13.97	445.60	3.99
2023-05	95.88	295120	17880	-83447	131.95	16.17	577.55	6.54
2023-06	91.79	298106	22304	-45335	123.90	1.31	701.45	5.58
2023-07	92.59	302574	27446	-31523	123.26	3.78	824.71	5.30
2023-08	98.90	341348	20602	-22199	133.19	7.01	957.90	5.54
2023-09	101.20	344171	18284	-20395	135.83	2.84	1,093.73	5.20
2023-10	99.38	354565	16240	-18588	135.07	19.12	1,228.80	6.56
2023-11	96.08	400395	16793	-21059	136.55	8.06	1,365.35	6.71
2023-12	99.94	338658	10780	4156	132.31	10.88	1,497.66	7.07



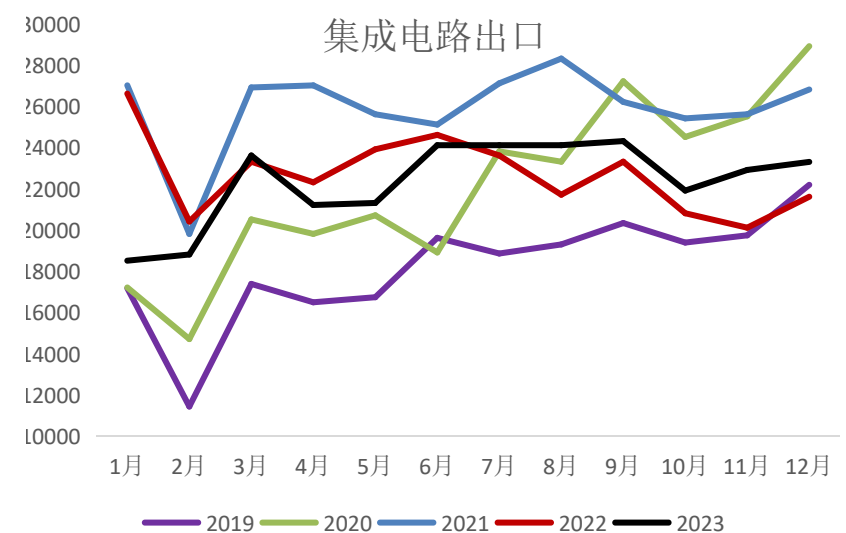
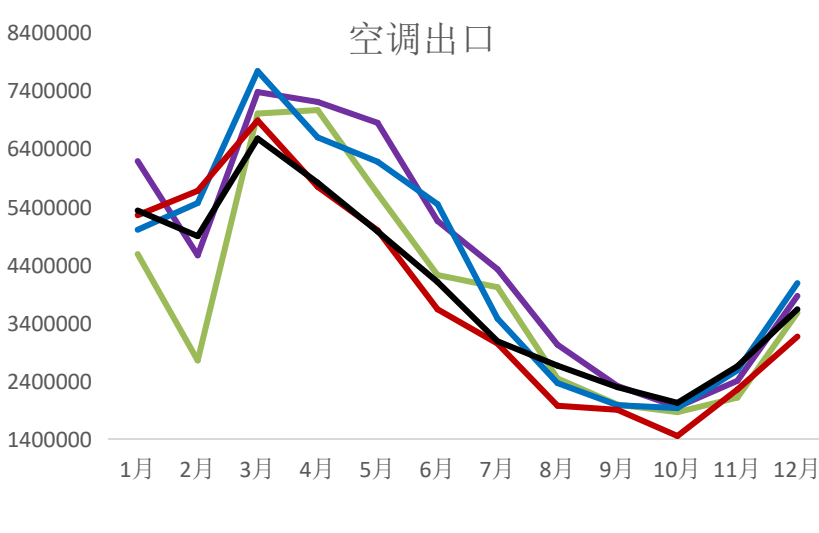
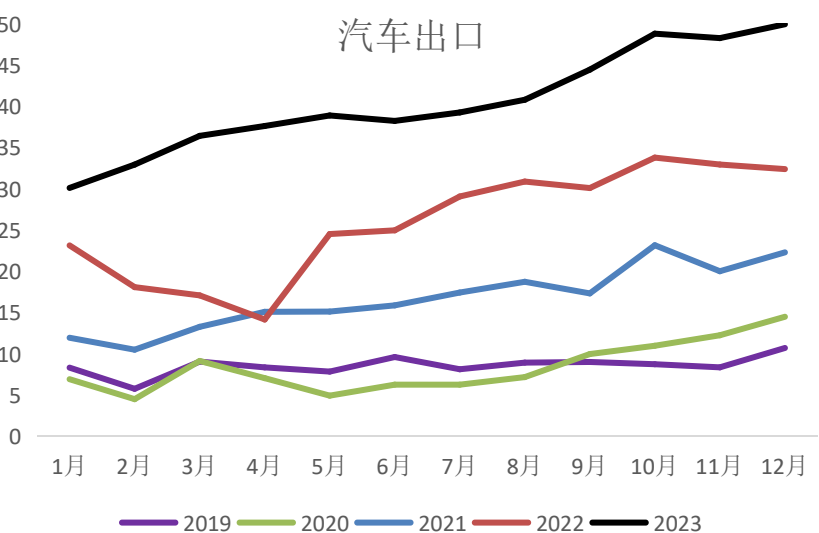
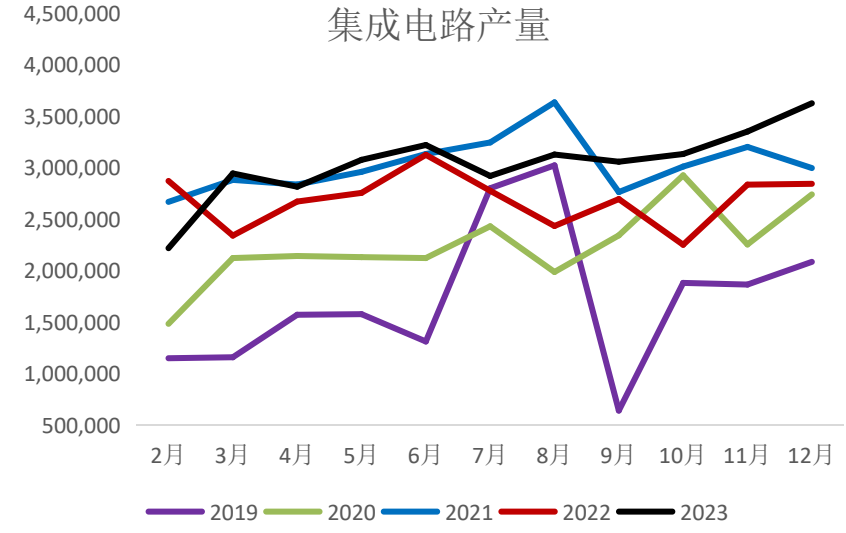
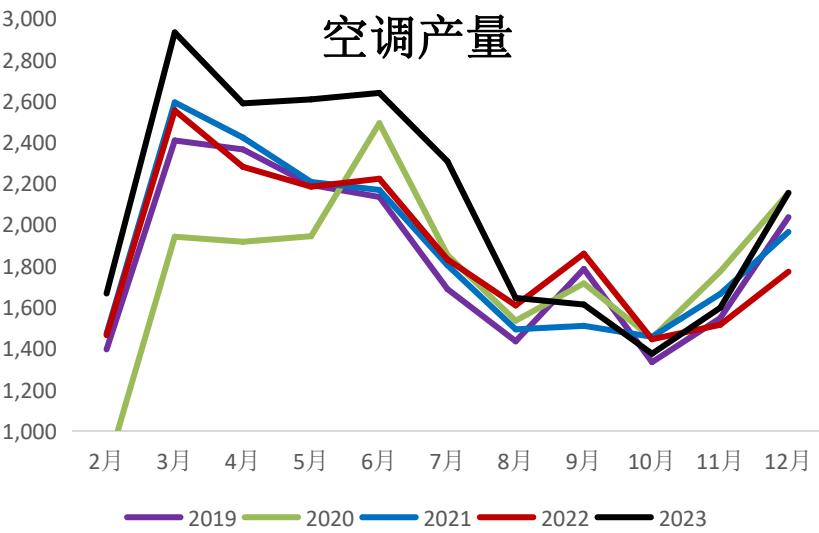
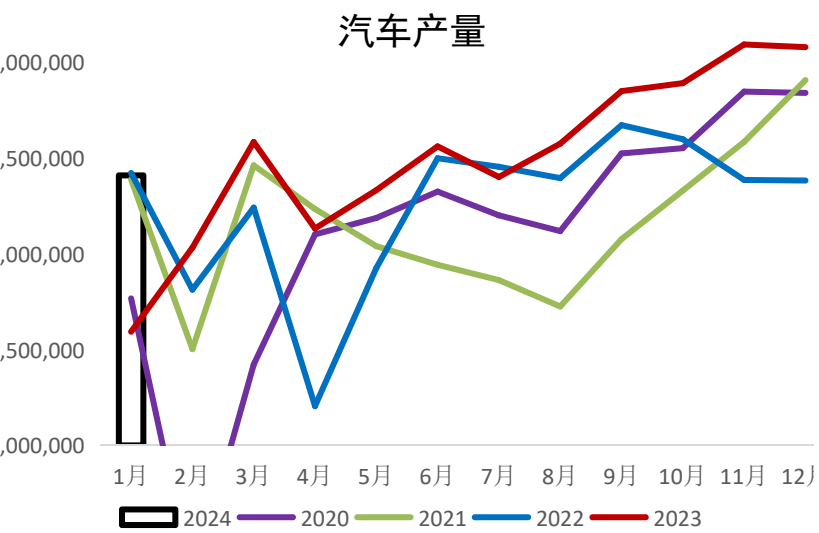


# 地产投资延续弱势，24年或回升

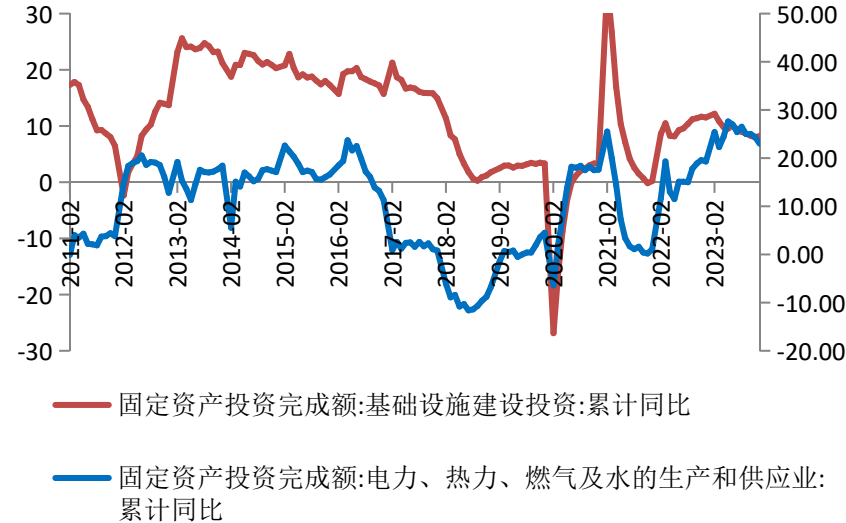
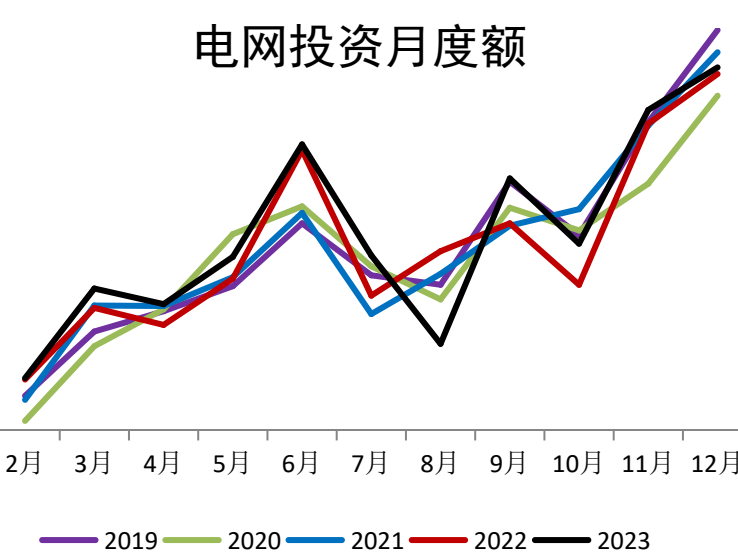
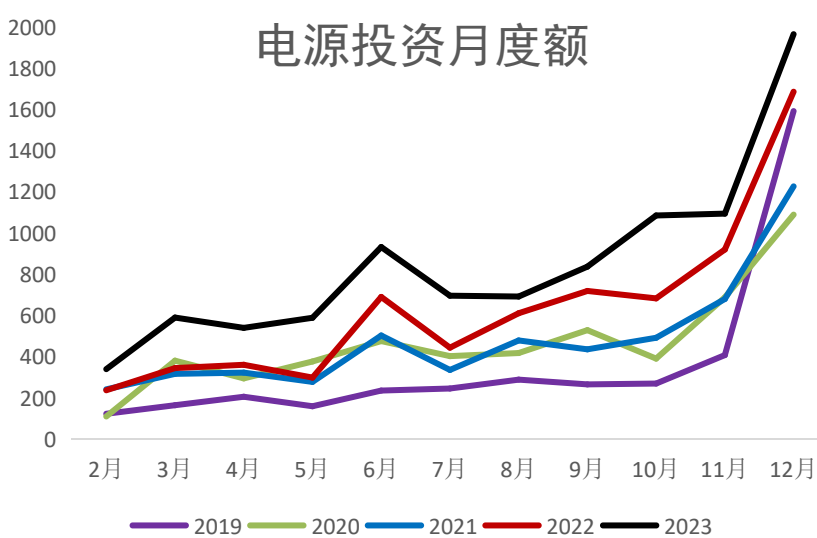
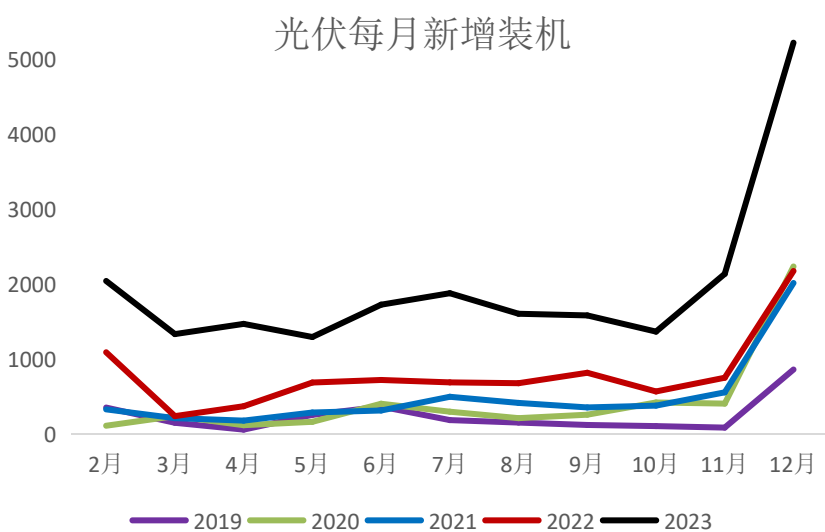
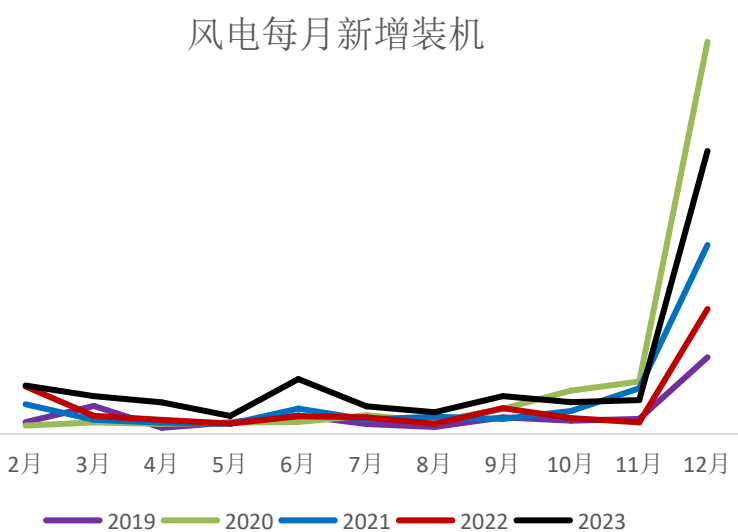
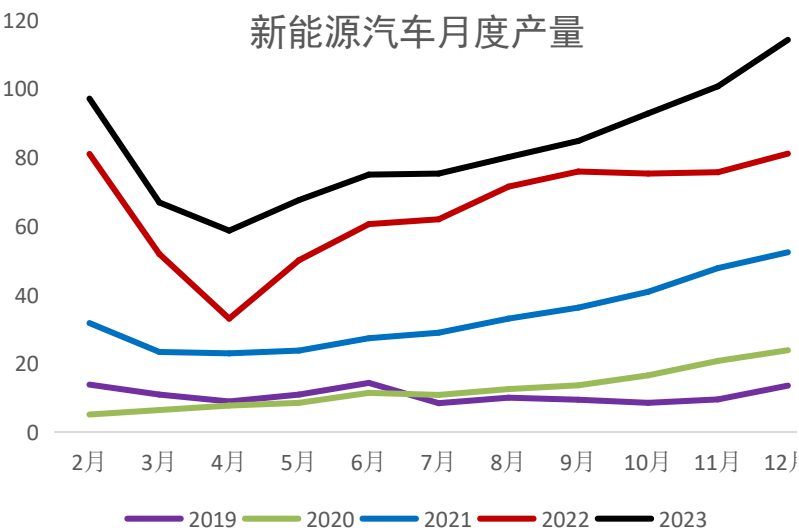


资料来源: wind 新湖研究所

# 2023年汽车、家电领域表现超预期，24年或下降



# 2023年新能源领域强势增长，24年增速或下降

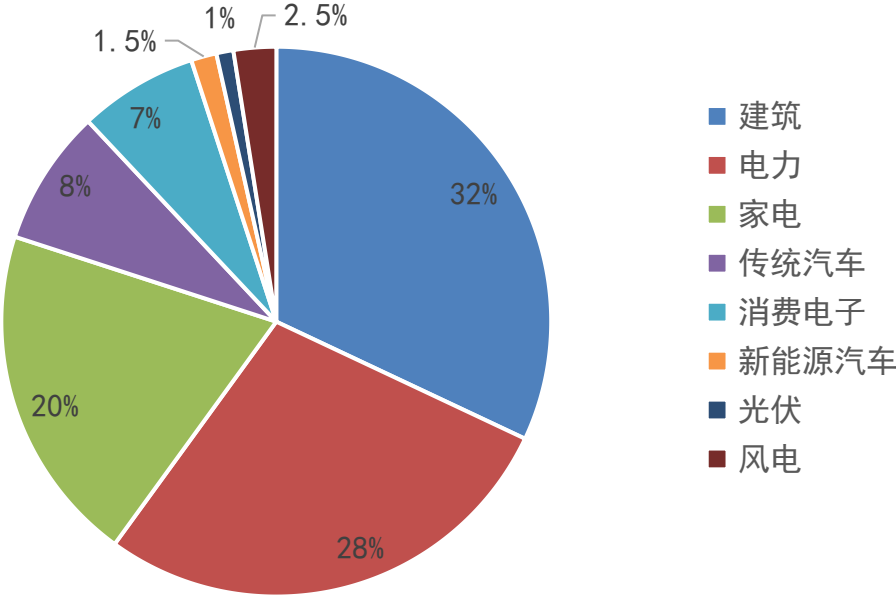


# 新能源领域将成为铜需求增长的强劲动能

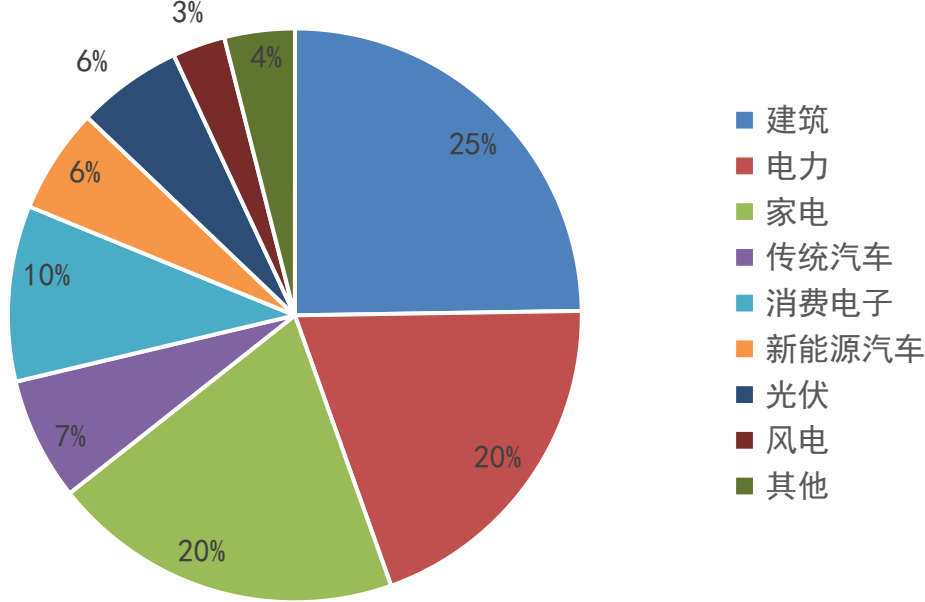
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
新能源汽车销量 (万辆)	320	650	1040	1248	1560	1950	2438	3047	3656	4388	5265
光伏新增装机 (GW)	125.6	132.8	210.8	280	329.3	378.7	405.1	486.1	525.0	619.5	690.4
风电新增装机 (GW)	110.5	93.1	82.5	136.1	156.5	180.0	207.0	206.3	215.2	220.9	222.9
新能源汽车耗铜 (万吨)	25.0	50.7	78.0	93.6	117.0	146.3	182.8	228.5	274.2	329.1	394.9
光伏耗铜 (万吨)	50.2	53.1	84.3	112	131.7	151.5	162.0	194.4	210.0	247.8	276.1
风电耗铜 (万吨)	49.7	41.9	37.1	61.2	70.4	81.0	93.1	92.8	96.8	99.4	100.3
合计 (万吨)	124.9	145.7	199.4	266.8	319.2	378.7	438.0	515.8	581.0	676.3	771.3
增速	47.1%	16.7%	36.9%	33.8%	19.6%	18.7%	15.6%	17.8%	12.7%	16.4%	14.1%
增量 (万吨)	40.0	20.8	53.7	67.4	52.4	59.6	59.3	77.8	65.3	95.2	95.1

# 国内铜消费结构变化

国内铜下游消费占比-2018

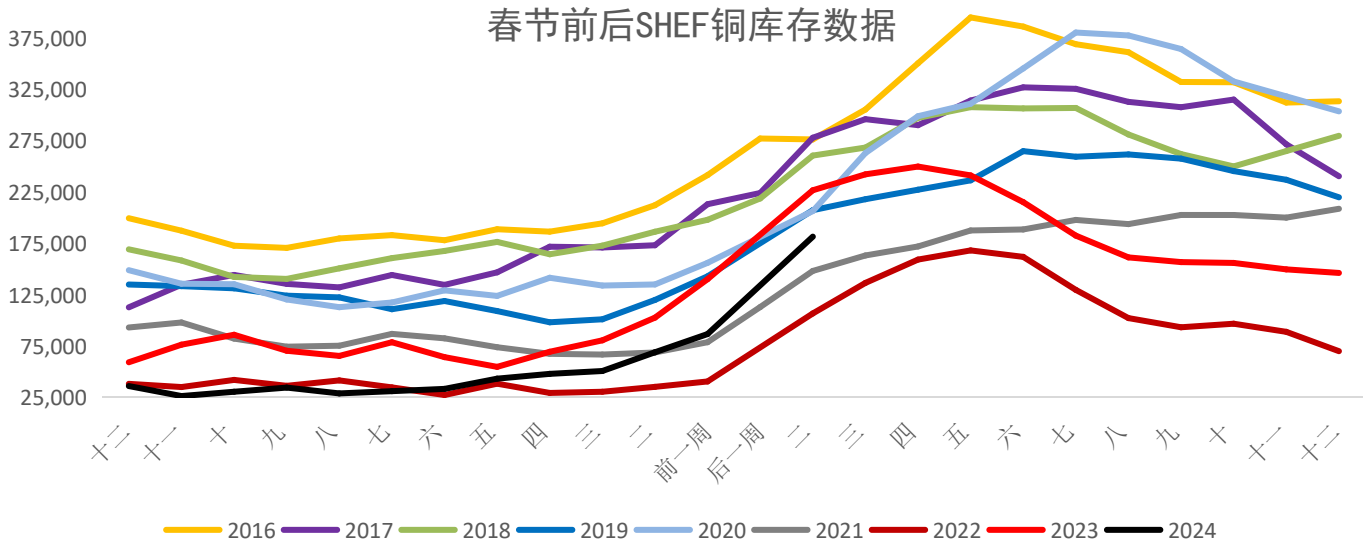
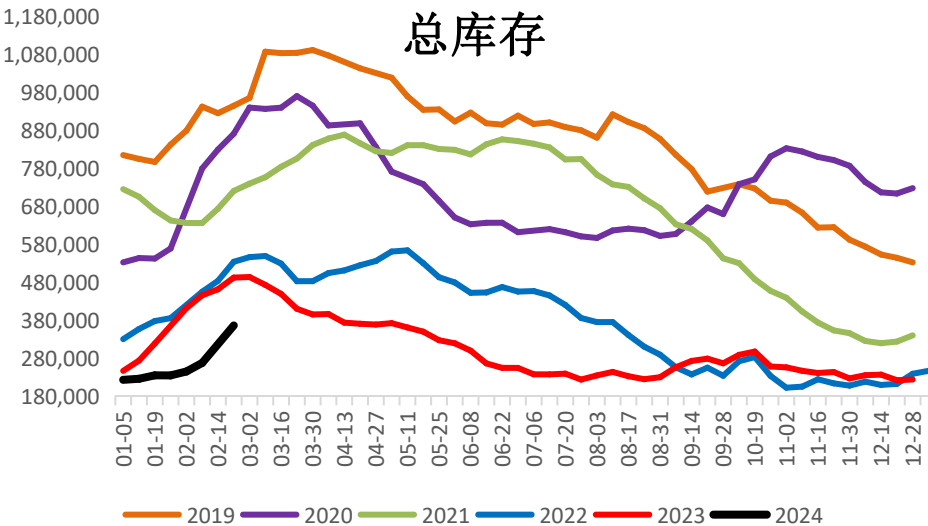
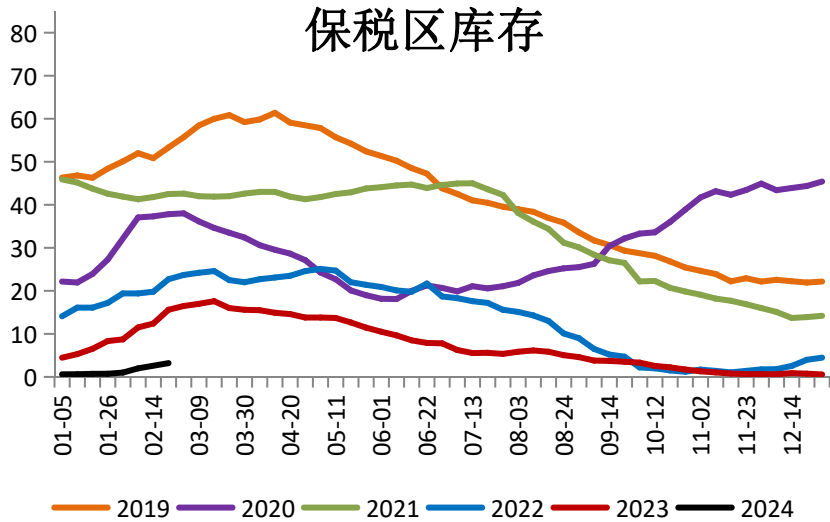
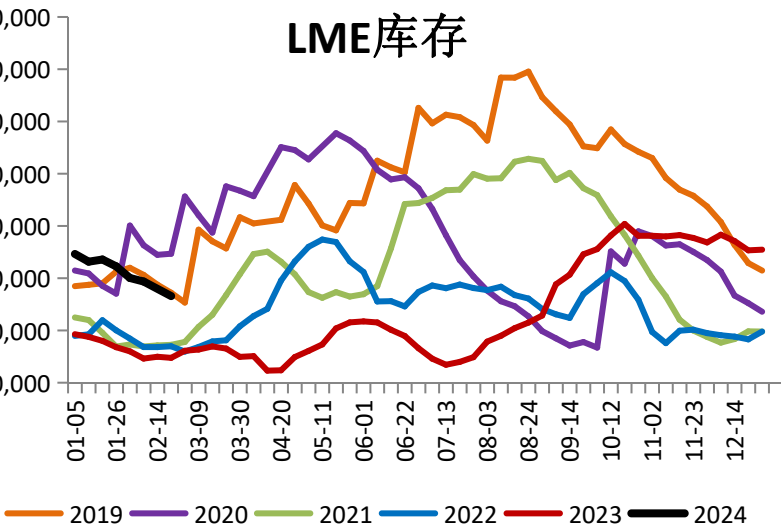
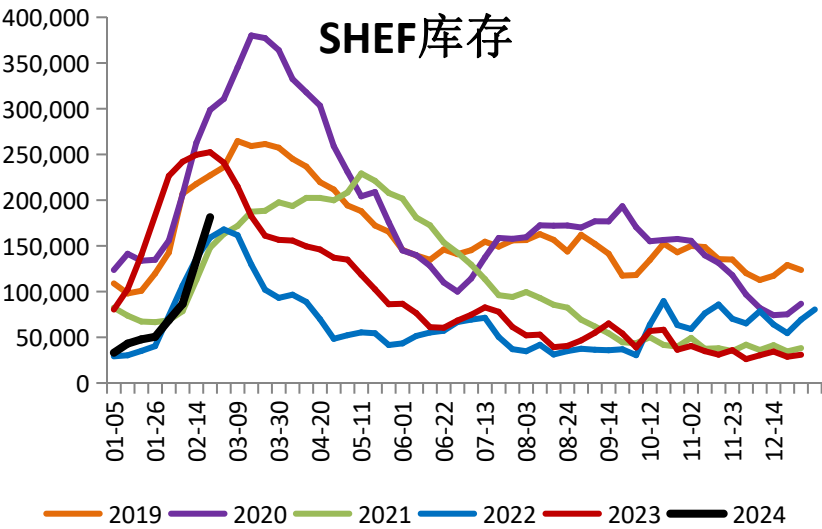


国内铜下游消费占比-2023





# 节后国内大幅累库, 海外库存下降, 关注二季度结构性行情



# 2024年预计国内消费同比增长4.5%，全球铜供需过剩约17万吨

## 国内铜消费测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E
家电	-1.5%	3.4%	3.3%	10%	3%
传统汽车	-4.5%	-1.4%	-9.14%	1.20%	-5%
新能源汽车	12.7%	156%	100%	30%	25%
房地产	2.6%	1.9%	-20%	-7%	0%
电网	-6%	-23.4%	10%	2%	2%
风电	178.6%	-18.8%	-20%	50%	30%
光伏	82%	14%	60%	120%	60%
消费电子	30%	33%	-10%	-3%	-5%
总计	4.7%	0.6%	-1.5%	6.3%	4.5%

## 全球铜供需平衡

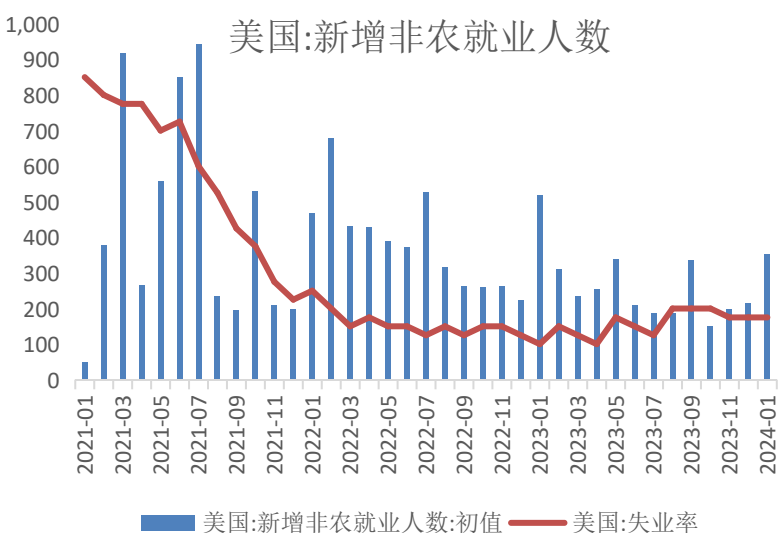
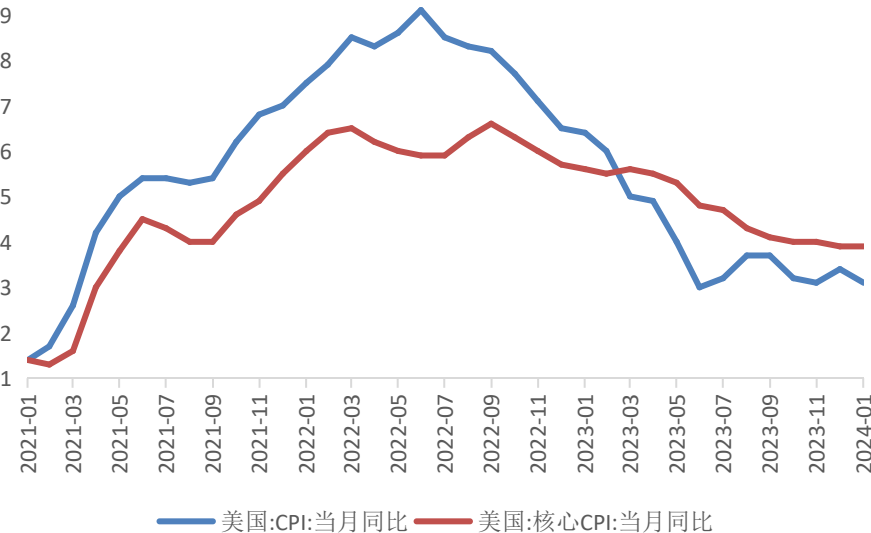
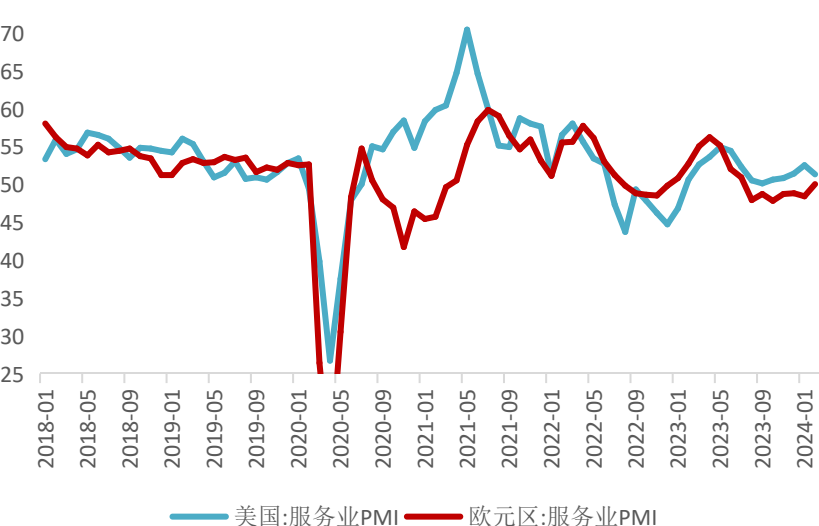
单位：万吨	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
全球铜矿产量	2066	2054	2085	2122	2197	2252
同比	1.37%	-0.58%	1.5%	1.8%	3.5%	2.5%
全球精炼铜产量	2390	2430	2458	2500	2595	2655
同比	0.84%	1.67%	1.15%	1.71%	3.8%	2.3%
全球铜消费	2396	2450	2469	2499	2574	2638
同比	0.21%	2.25%	0.78%	1.2%	3.0%	2.5%
供需平衡	-6	-20	-11	1	21	17
国内精炼铜供应	1241	1360	1305	1330	1405	1470
同比	1.64%	9.6%	-4%	1.92%	5.64%	4.63%
国内精炼铜消费	1253	1316	1324	1310	1393	1456
同比	-1.50%	5.0%	0.6%	-1.0%	6.3%	4.5%
供需平衡	-12	44	-19	20	12	14
精铜替代废铜		20		30		
国储收铜		55	-11			
调整后平衡	-12	-31	-8	-10	12	14

# 降息时点及幅度是未来最大的不确定性

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
12月20日数据										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024-01-31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	92.8%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	64.5%	30.6%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	11.4%	60.8%	27.2%	0.0%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.8%	44.1%	38.6%	9.2%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.5%	38.2%	39.5%	14.0%	1.5%	0.0%
2024-09-18	0.0%	0.0%	0.3%	5.9%	34.7%	39.3%	16.8%	2.9%	0.2%	0.0%
2024-11-07	0.0%	0.2%	4.0%	25.4%	37.8%	24.1%	7.4%	1.0%	0.1%	0.0%
2024-12-18	0.1%	3.2%	20.8%	35.1%	27.1%	11.0%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%

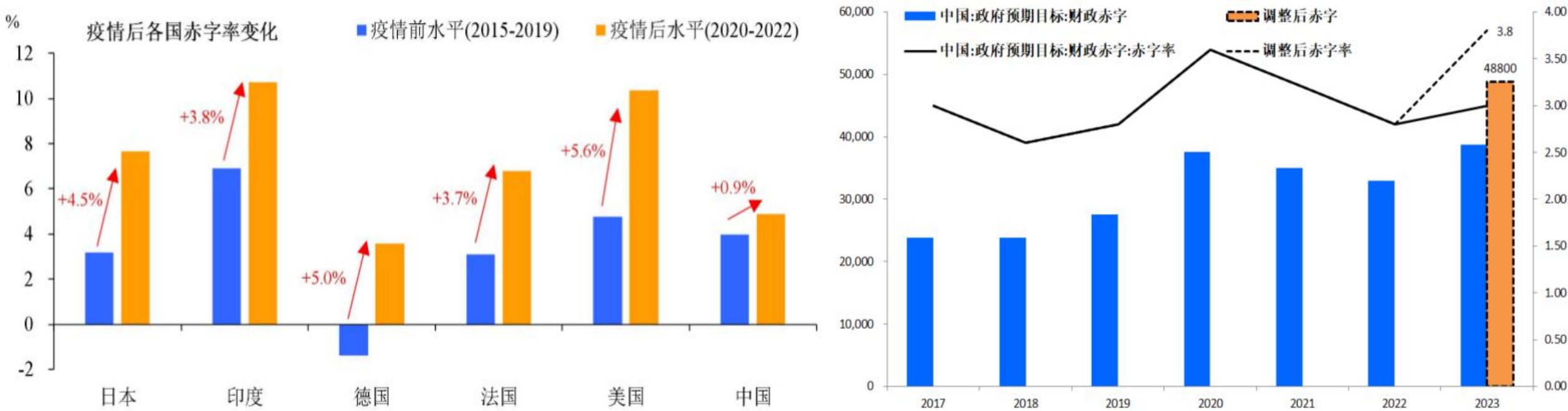
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
2.22									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	93.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	25.6%	72.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	16.0%	54.0%	29.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.2%	39.6%	38.6%	11.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.7%	31.9%	38.9%	18.2%	2.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	4.1%	20.1%	35.5%	28.3%	10.4%	1.4%
2024/12/18	0.0%	0.1%	3.0%	15.4%	30.9%	30.4%	15.7%	4.1%	0.4%
2025/1/29	0.1%	1.7%	10.0%	24.1%	30.6%	22.1%	9.1%	2.0%	0.2%
2025/3/12	0.7%	4.7%	15.0%	26.5%	27.6%	17.5%	6.6%	1.4%	0.1%

# 美国经济软着陆成共识，虽无“近忧”，或有“远虑”





# 国内修复基础不牢固，政策发力空间或再度打开



- 中国2023年四季度新增国债发行，与历史三轮财政扩张周期比较，本次调增赤字或是财政思路转变的“前哨”，指向3%可能不再是“硬约束”、打开了2024年政策想象空间，也指向2024年仍将稳增长、政策会偏扩张。
- 海外主要经济体的政策偏好明显从之前的“宽货币”转向了“宽财政”。疫情后主要经济体在货币政策上更加谨慎，但是财政上则明显更加“大方”，这背后的原因可能主要来自于两个方面：一方面，长期的宽松之后，货币政策的效果已经大打折扣；另一方面，持续的宽货币带来了高通胀，更加令人民苦不堪言；此外对于国家安全和国际竞争的重视和强调，让主要国家政府放下了对于积极财政的“芥蒂”。



# 危中有机，关注铜多配机会

- 2023年全球新能源领域铜消费维持强劲，为全球铜消费带来可观增量；24年仍是全球铜消费主要增长点，但增速或下滑。
- 2023年国内地产延续大幅下滑，但在国内刺激政策影响下，以及城中村、保障房项目的支撑下，预计将有所回升。
- 高利率背景下，海外经济将延续下滑；但美国经济韧性较强，下半年美联储或开启降息。
- 24年全球铜矿增量仍较大，但干扰事件较多，供应释放或存不确定性，24年整体全球铜供需矛盾不大。25年全球铜供需或进入紧缺状态。

宏观面，海外经济下滑，但美国经济韧性较强，24年市场关注点将转向降息；目前降息预期已修正至24年下半年，短期铜价对美联储降息预期弹性下降。国内市场关注点仍在刺激政策，2024年GDP目标及财政刺激力度，均对铜消费以及市场预期产生较大影响。24年一季度是经济数据真空期，在国内稳增长意愿较强的背景下，市场对一季度末出台刺激政策预期亦较高。预计铜价有走高可能。全年在低库存以及新能源领域消费支撑的背景下，而且25年全球铜或进入供需偏强的局面，维持逢低多的思路。全年铜价运行区间[65000, 75000]

风险点：全球铜矿供应干扰超预期，美国经济衰退，国内政策刺激力度不及预期。

# 创新服务 价值共享

# 谢谢!

## 免责声明:

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料，和/或调研资料，所载的全部内容均观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。