

有色热点报告

铜：铜矿供需宽松格局能否延续？

2023年8月30日 星期三

第 35 周

中粮期货产品研发中心

(研究院)

宏观金属组



徐婉秋

从业资格号 F03119103

交易咨询号 Z0019515

○ 摘要

今年铜精矿供需格局大概率保持宽松的态势，若四季度铜矿供应稳定，干扰事件较少，加工费将维持高位；而对于明后两年，特别是 2025 年，因铜矿供应增速逐年低于需求增速，铜矿的供需缺口或将持续放大，届时加工费将有见顶回落的可能。



今年以来，铜精矿加工费持续攀升，CSPT 将三季度 TC/RC 定为 95 美元/吨、9.5 美分/磅，超出了年初的基准价 88 美元/吨、8.8 美分/磅，创下五年内的高位。同时，目前零单 TC 达到约 94 美元/吨，同样达到 2019 年以来的高位。

铜矿加工费的上行，意味着今年铜矿供应宽松格局未改，而近期干扰事件发生的频率较前期明显减弱，同样给加工费带来了支撑。伴随各大矿企半年报陆续出炉，本文调整了全年铜精矿供需平衡，观察铜矿供应格局是否符合市场预期。

第一部分 铜矿平衡

先从数据公布相对滞后的上市矿企财报来验证前期调整的平衡。根据上市公司的半年报，今年上半年样本矿企铜精矿产量同比增加 8 万吨，供应宽松符合预期。其中，上半年铜精矿减产主要是由于品位下滑（智利铜业）、突发事件影响（智利铜业、自由港、第一量子等），但目前来看突发扰动均已告一段落，新扩产项目产量持续释放，铜矿供应增量将有所持续。

图表 1：主要矿企铜精矿季度产量（万吨）

公司名称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021年合计	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年合计	2023Q1	2023Q2	2023H1同比
智利铜业	41.40	43.60	41.50	46.30	172.80	38.70	39.70	35.20	41.70	155.30	35.17	33.23	-10.00
自由港	29.35	29.12	32.62	34.84	125.93	34.61	37.06	35.02	35.56	142.25	31.80	36.79	-3.08
南方铜业	23.84	23.71	24.74	23.80	96.09	21.61	23.61	23.08	24.14	92.44	22.36	22.80	-0.06
第一量子	19.05	18.79	19.62	18.89	76.35	18.20	18.63	18.93	19.88	75.64	13.12	17.70	-6.01
必和必拓	15.69	16.97	17.42	17.54	67.62	17.10	20.21	18.25	18.75	74.30	17.71	21.70	2.10
嘉能可	17.16	17.34	16.41	16.97	67.88	15.77	16.10	15.07	15.98	62.92	14.25	15.15	-2.47
英美资源	15.04	15.99	14.67	15.03	60.73	12.94	12.52	13.64	23.41	62.51	16.94	20.20	11.67
波兰铜业	13.60	14.66	14.72	13.76	56.74	14.21	13.81	13.01	12.92	53.95	12.70	13.10	-2.22
安托法加斯塔	13.44	12.95	12.87	12.17	51.43	8.70	7.76	12.54	13.43	42.43	9.75	10.52	3.81
力拓	12.05	11.55	12.53	13.23	49.36	12.55	12.64	13.80	13.13	52.12	13.07	13.05	0.93
诺里斯克	9.13	8.14	11.56	11.85	40.68	9.14	11.25	11.32	11.58	43.30	10.86	9.49	-0.04
五矿资源	7.73	8.07	7.95	6.53	30.28	7.90	3.23	8.10	7.35	26.58	5.86	8.15	2.88
淡水河谷	7.66	7.35	6.92	7.75	29.68	5.66	5.59	7.43	6.63	25.31	6.70	7.88	3.33
紫金矿业	9.15	7.74	13.24	14.30	44.43	15.17	18.30	19.78	19.92	73.17	21.35	21.68	9.56
泰克资源	7.17	7.20	7.13	7.20	28.70	6.70	6.90	6.64	6.54	26.78	5.67	6.43	-1.50
伦丁矿业	5.74	6.35	6.51	7.70	26.29	6.51	6.41	6.39	5.66	24.97	6.15	6.01	-0.7658
巴里克	4.22	4.35	4.54	5.67	18.78	4.58	5.44	5.58	4.35	19.96	3.99	4.85	-1.18
哈萨克矿业	6.91	7.05	6.60	6.89	27.45	8.46	8.37	9.50	9.23	35.56	8.99	9.79	1.95
纽克雷斯特新矿业	3.50	3.84	2.45	2.64	12.43	3.10	3.87	3.25	3.46	13.67	3.10	3.50	-0.37
波利顿	2.45	2.89	2.70	3.36	11.39	2.77	3.02	2.84	2.31	10.95	2.35	2.26	-1.18
顶石矿业	2.17	1.96	2.01	2.34	8.49	2.10	2.84	3.01	3.08	11.03	2.89	2.77	0.72
纽蒙特矿业	0.64	0.86	0.77	0.95	3.22	1.36	1.09	0.73	1.13	4.31	1.18	1.18	-0.09
加拿大塔塞科	1.01	1.22	1.56	1.31	5.09	0.97	0.94	1.28	1.21	4.41	1.13	1.28	0.50
加拿大哈德湾	2.46	2.35	2.32	2.82	9.95	2.47	2.57	2.45	2.93	10.42	2.26	2.17	-0.61
合计	271	274	283	294	1122	271	282	287	304	1144	269	292	8

数据来源：上市公司财报，中粮期货研究院

在本月调整的铜精矿年度供需平衡表中，相较于 6 月，下调智利产量约 7.2 万吨，主要因智利铜业旗下矿山 Andina 及 El Teniente 遭遇暴雨引发的洪水，预计损失 0.7 万吨，以及泰克资源旗下的 Quebrada Blanca 扩建项目因施工和调试延误，指导产量较年初下滑 6-7 万吨；上调秘鲁产量约 6.6 万吨，主要因五矿资源旗下 Las Bambas 矿山因 3 月路障移除后精矿运输稳定，上半年产量约 14 万吨，同比增 38%，整体略超预期。调整后，全年铜精矿产量较 6 月预期基本一致，即为 1890 万吨，产量同比增速保持在 5.4%，较前一年上升 2.5%。铜精矿需求方面，本月暂不做调整，因国内冶炼厂持续接近满产水平，全年铜精矿需求量较年初有所增加，约为 1903 万吨，同比增速约 4.3%，较前一年上升

3.1%。相较于一季度，因铜矿需求量的显著上升，全年铜精矿供需平衡有所收紧，但同比仍处于相对宽松的状态。

图表 2：全球铜精矿供需平衡

万吨	2019	2020	2021	2022	2023E (Jan)	2023E (Apr)	2023E (Jun)	2023E (Aug)
铜精矿总产量	1705	1684	1742	1793	1906	1889	1890	1890
产量增速	-1.0%	-1.2%	3.4%	2.9%	6.2%	5.3%	5.4%	5.4%
智利	579	573	566	544	574	567	565	558
秘鲁	246	215	226	230	246	241	244	251
刚果	149	170	193	223	239	239	239	239
中国	160	168	182	197	202	202	201	201
美国	126	120	120	123	124	124	124	124
澳大利亚	93	89	90	90	91	91	91	91
俄罗斯	80	81	82	86	100	100	100	100
蒙古	126	128	133	130	156	156	156	156
印尼（PTFI）	28	37	61	71	71	68	68	68
赞比亚（Kansanshi&Sentinel）	41	42	40	45	45	45	45	45
铜精矿总需求	1732	1761	1804	1824	1882	1885	1903	1903
需求增速	0.7%	1.7%	2.4%	1.2%	3.4%	3.3%	4.3%	4.3%
精炼铜总产量	1993	2023	2053	2081	2149	2153	2174	2174
铜精矿供需平衡	-27.3	-77.3	-61.4	-31.1	24.1	3.3	-12.0	-12.6
铜精矿供需比	0.98	0.96	0.97	0.98	1.01	1.00	0.99	0.99

数据来源：Wind，中粮期货研究院

第二部分 远期供应

对于未来两年的铜矿供应，根据 ICSG 公布的数据显示，2024、2025 年全球铜精矿产能预计分别较前一年增加 67.5 万吨、68.9 万吨，相应增速约为 2.91%、2.89%，增速相较今年有所放缓。同时，未来两年内的铜精矿增量主要由棕地项目贡献，绿地项目显著减少，且投产的不确定性较强。另外，2024、2025 年全球铜冶炼产能预计分别较前一年增加 82.5、89.2 万吨，对应增速约为 3.2%、3.3%，产能扩张速度快于铜精矿供应增速，以当前全球铜矿的供需来看，至 2025 年，铜矿的供需缺口将再度放大。

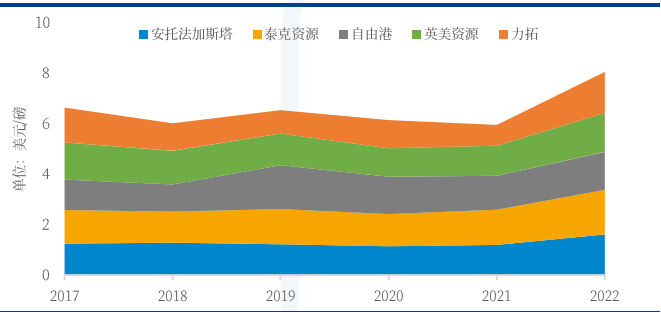
图表 3：2024-2025 年全球部分绿地、棕地项目梳理

矿山	持有矿企	项目性质	所在地	达产后预计产量（万吨/年）	预计增产（万吨/年）	投产时间
Black Butte	Sandfire	绿地	美国	2.3	2.3	2024年
Kamoa-Kakula Phase 3	紫金矿业、艾芬豪	棕地	刚果	62.0	4.8	2024年
Pumpkin Hollow (OP)	Nevada Copper	棕地	美国	12.6	9.0	2024年
Grasberg	自由港	棕地	印度尼西亚	75.3	4.6	2024年
Kinsevere Expansion Project (KEP)	五矿资源	棕地	刚果	8.0	3.1	2024年
Kennecott	力拓	棕地	美国	20.5	2.5	2024年
AK-Sug	Intergeo MMC	绿地	俄罗斯	12.0	1.0	2025年
Yellowhead	加拿大塔塞科	绿地	加拿大	9.0	/	2025年
Solwara 1	Nautilus Minerals Inc.	绿地	巴布亚新几内亚	8.0	/	2025年
巨龙铜矿 II	紫金矿业	棕地	中国西藏	26.3	7.4	2025年
Collahuasi expansion	英美资源	棕地	智利	79.8	9.0	2025年
Timok（佩吉铜金矿）	紫金矿业	棕地	塞尔维亚	30.0	5.0	2025年
Kansanshi S3	第一量子	棕地	赞比亚	20.0	5.4	2025年
Los Pelambres Expansion 2	安托法加斯塔	棕地	智利	31.0	3.5	2025年
合计					57.5	

数据来源：上市公司财报，中粮期货研究院

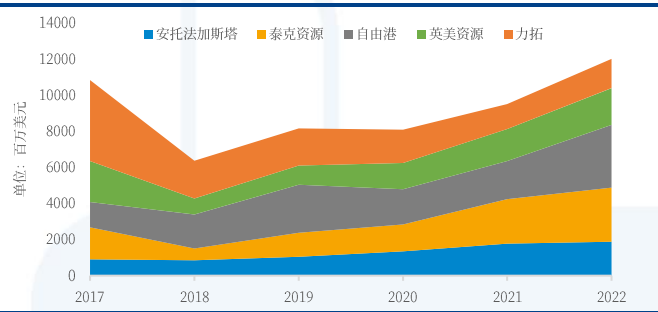
目前，伴随全球矿山开采年限增加，老矿山品位持续下滑，对于矿企最大的挑战便是逐年上升的现金成本。以 2022 年为例，全球矿山 90 分位的 C1+AISC 成本约为 6500 美元/吨，而伦铜 8200 美元/吨的价格对应的远期 IRR 约为 10-12%，尽管当前铜价并未跌破矿山成本，但也不足以刺激矿企去勘探开发绿地项目，企业更多投入的是维持性资本开支而非扩张性资本开支。因此，若远期铜矿需求保持高增速，则需要给出更高的 IRR 来补足铜矿的缺口。

图表 4：样本矿企 C1 成本



数据来源：上市公司财报，中粮期货研究院

图表 5：样本矿企 CAPEX



数据来源：上市公司财报，中粮期货研究院

综上，今年铜精矿供需格局大概率保持宽松的态势，若四季度铜矿供应稳定，

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



干扰事件较少，加工费将维持高位；而对于明后两年，特别是 2025 年，因铜矿供应增速逐年低于需求增速，铜矿的供需缺口或将持续放大，届时加工费将有见顶回落的可能。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(Address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦15层、3层305-313室、4层401-402室

电话(Phone): 400-706-0158

网址(Website): www.zlqh.com



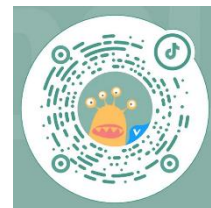
研究院公众号



再读资讯平台



研究院视频号



研究院抖音号

中粮期货研究院介绍

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面。研究院服务中粮期货前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业和机构客户开发、维护和增值服务。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，根据多年来的实践，开发出了极具中粮期货特色的偏差反应研究体系。该体系由情景研析、市场反应、预期偏差三个模块组成，用更高的维度，更多元化的方法，改进传统研究体系，提升研究的深度、广度、应变度。

The COFCO Futures Research Institute is a research department affiliated to COFCO Futures headquarters, responsible for the company's basic research and development work, and its research fields cover macroeconomics, agricultural products, chemicals, metals, building materials, energy and other aspects. The research institute serves the front-office business department of COFCO Futures and the industrial department of COFCO Group, undertakes the responsibility of maintaining the company's brand and enhancing the company's image, and is engaged in the development, maintenance and value-added services of high-end industrial and institutional customers. Relying on the strong spot commodities and futures markets background of COFCO Group, and based on years of practice, the research institute has developed a deviation response research system with the characteristics of COFCO Futures. The system consists of three modules: circumstance analysis, market response, and expected deviation. It uses higher dimensions and more diversified methods to improve the traditional research system and enhance the depth, breadth, and

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



responsiveness of research.

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



风险揭示:

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

法律声明:

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号：证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。