

有色热点报告

铜：TC 怎么下行了？

2023 年 10 月 31 日 星期二

第 44 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

近期铜精矿 TC 快速下滑的原因主要是国内冶炼产量大幅增加推动铜矿需求量显著上升，全年铜精矿供需平衡由年初的过剩转向小幅短缺。对于明年的铜矿供需格局，预计将由今年的小幅短缺转向过剩 17 万吨，铜矿供需宽松有所延续，但过剩量相对有限。另外，需关注印尼自由港公司明年的铜精矿出口权获取进度，这将大幅影响明年的铜矿供需平衡。



今年截至 10 月前，铜精矿加工费呈持续攀升态势，CSPT 四季度 TC/RC 敲定为 95 美元/吨、9.5 美分/磅，较三季度持平，整体处于高位。然而进入 10 月，铜精矿 TC 快速下行，目前已回落至今年 5 月的水平。伴随各大矿企的三季报陆续出炉，此处我们通过铜精矿平衡表的指引，观测其供需格局是否发生转变。

首先是上市矿企财报的产量数据来验证前期调整的平衡，因部分矿企的三季报仍未公布，此处仅参考现有数据。根据财报，今年前三季度样本矿企铜精矿产量同比增加 29 万吨，产量同比显著增加，符合预期。其中，上半年铜精矿贡献减量的矿企主要是智利铜业（矿山品位下滑）以及第一量子（巴拿马铜矿的供应扰动）；贡献增量的矿企主要是英美资源（Quellaveco 矿山）和紫金矿业（Kamoa-Kakula 铜矿及驱龙铜矿）的新增项目产能释放，以及必和必拓（Escondida 及 Olympic Dam 铜矿）的矿石品位、吞吐量及设备的提升，铜矿供应增量显著。整体上，新矿山项目的增量可完全抵消部分老旧及扰动矿山的减量，铜矿供应同比去年增量较大。



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 | 2023Q3 | 2023Q1-Q3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 | 35.50 | -9.70 |
| 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 | 37.15 | -0.95 |
| 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 | 22.70 | -0.44 |
| 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 | 21.12 | -3.82 |
| 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 | 22.32 | 6.18 |
| 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 | / | / |
| 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 | 20.18 | 18.22 |
| 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 | 12.93 | -2.30 |
| 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 | 12.39 | 3.66 |
| 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 | 15.51 | 2.64 |
| 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 | 10.05 | -1.31 |
| 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 | 8.18 | 2.96 |
| 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 | 8.16 | 4.06 |
| 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 | 21.16 | 23.20 | 12.45 |
| 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 | 7.19 | -0.95 |
| 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 | / | / |
| 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 | / | / |
| 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 | / | / |
| 纽克雷斯特矿业 | 3.50 | 3.84 | 2.45 | 2.64 | 12.43 | 3.10 | 3.87 | 3.25 | 3.46 | 13.67 | 3.10 | 3.50 | 3.06 | -0.55 |
| 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 | 2.24 | -1.78 |
| 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 | / | / |
| 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 | 1.04 | 0.23 |
| 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 | / | / |
| 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 | / | / |
| 合计 | 271 | 274 | 283 | 294 | 1122 | 271 | 282 | 287 | 304 | 1144 | 269 | 291 | 263 | 29 |

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 8 月，下调智利产量约 3.8 万吨，主要因智利铜业旗下矿山 Salvador 矿山发生火灾造成运营暂停，预计损失 0.3 万吨，以及英美资源下调其位于智利矿山的指导产量，预计减少 3-4 万吨；下调澳大利亚产量约 1 万吨，主要因泰克资源旗下 Highland Valley Copper 矿坑发生局部岩土工程事件；上调印尼产量约 3.2 万吨，主要因自由港旗下 Grasberg 矿山运营正常且产量同比去年小幅增加，并未出现上半年预期的减产，此处调增；下调赞比亚 Sentinel 矿山产量 4.5 万吨，主要因其岩石非常坚硬，产量提升速度低于预期，第一量子下调其指导产量约 4-5 万吨。

调整后，全年铜精矿产量较 8 月仅减少 2 万吨，产量同比增速小幅回落至

4.1%，较前一年基本持平。铜精矿需求方面，本月上调 8 万吨，主要因国内冶炼厂新增复产项目产量持续释放，全年铜精矿需求量预计增至 1911 万吨，同比增速约 4.7%，较前一年上升 3.5%。相较于 8 月，国内冶炼产量大幅增加推动铜矿需求量显著上升，全年铜精矿供需平衡由年初的过剩 15 万吨收紧至小幅短缺 10.7 万吨，这便是解释近期铜精矿 TC 快速下滑的原因。

图表 2：全球铜精矿供需平衡

| 单位：万吨 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E (Apr) | 2023E (Jun) | 2023E (Aug) | 2023E (Oct) | 2024E (Oct) |
|-------------------------|-------|-------|-------|------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 铜精矿总产量 | 1705 | 1684 | 1754 | 1825 | 1901 | 1902 | 1902 | 1900 | 1980 |
| 产量增速 | -1.0% | -1.2% | 4.2% | 4.1% | 4.1% | 4.2% | 4.2% | 4.1% | 4.2% |
| 智利 | 579 | 573 | 566 | 544 | 567 | 565 | 558 | 543 | 573 |
| 秘鲁 | 246 | 215 | 230 | 240 | 251 | 254 | 261 | 271 | 271 |
| 刚果 | 149 | 170 | 200 | 245 | 261 | 261 | 261 | 265 | 293 |
| 中国 | 160 | 168 | 182 | 197 | 202 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 美国 | 126 | 120 | 120 | 123 | 124 | 124 | 124 | 124 | 129 |
| 澳大利亚 | 93 | 89 | 90 | 90 | 91 | 91 | 91 | 90 | 90 |
| 俄罗斯 | 80 | 81 | 82 | 86 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 蒙古 | 126 | 128 | 133 | 130 | 156 | 156 | 156 | 156 | 163 |
| 印尼（PTFI） | 28 | 37 | 61 | 71 | 68 | 68 | 68 | 71 | 71 |
| 赞比亚（Kansanshi&Sentinel） | 41 | 42 | 40 | 45 | 45 | 45 | 45 | 40 | 40 |
| 铜精矿总需求 | 1732 | 1761 | 1804 | 1824 | 1885 | 1903 | 1903 | 1911 | 1963 |
| 需求增速 | 0.7% | 1.7% | 2.4% | 1.2% | 3.3% | 4.3% | 4.3% | 4.7% | 2.7% |
| 精炼铜总产量 | 1993 | 2023 | 2053 | 2081 | 2153 | 2174 | 2174 | 2184 | 2254 |
| 铜精矿供需平衡 | -27.3 | -77.3 | -49.4 | 0.9 | 15.3 | -0.0 | -0.6 | -10.7 | 17.0 |
| 铜精矿供需比 | 0.98 | 0.96 | 0.97 | 1.00 | 1.01 | 1.00 | 1.00 | 0.99 | 1.01 |

数据来源：Wind，中粮期货研究院

对于明年铜精矿的供需平衡，预计全年铜精矿产量相较今年增加 80 万吨至 1980 万吨，同比增速约为 4.2%，新增产量主要集中在智利、刚果、美国及蒙古，但智利铜业旗下矿山的扩建项目进度仍需关注。根据全球精炼铜新增产量的预期，预计铜精矿总需求相较今年增加 52 万吨至 1963 万吨，同比增速约为 2.7%。因此，明年铜精矿供需格局将由今年的小幅短缺转向过剩 17 万吨，铜矿供需宽松有所延续，但过剩量相对有限。在此预期下，预计明年铜精矿 TC

难以大幅回落至低位，但仍需参考年底长单谈判情况。

图表 3：2024 年全球主要铜矿新增、扩产项目

| 矿山 | 地点 | 主要矿权 | 投产时间 | 达产后产量 (万吨) | 预计增产 (万吨) |
|-----------------------------------|------|---------------|-----------|------------|-----------|
| El Teniente - NML | 智利 | 智利铜业 | 2024年 | 50 | 10 |
| Rajo Inca (Salvador) | 智利 | 智利铜业 | 2024年 | 9 | 6 |
| Quebrada Blanca Phase 2 | 智利 | 泰克资源 | 2024年 | 28.5-31.5 | 20 |
| Tucumã | 巴西 | Ero Copper | 2024年下半年 | 3.5 | 1.7 |
| Kamoa-Kakula Phase 3 | 刚果 | 紫金矿业、艾芬豪 | 2024年四季度 | 62 | 4.8 |
| Kinsevere Expansion Project (KEP) | 刚果 | 五矿资源 | 2024年下半年 | 10-11 | 3 |
| TFM | 刚果 | 洛阳钼业 | 2024年 | 45 | 14.0 |
| KFM | 刚果 | 洛阳钼业 | 2024年 | 15 | 7.0 |
| Motheo | 博茨瓦纳 | Sandfire | 2023年中 | 2.8 | 1.4 |
| Kennecott | 美国 | 力拓 | 2024年 | 20.5 | 2.5 |
| Pumpkin Hollow | 美国 | Nevada Copper | 2023年底 | 2.27 | 2.3 |
| Oyu Tolgoi Phase 2 | 蒙古 | 力拓 | 2024年继续爬产 | / | 7.0 |
| 合计 | | | | | 79.7 |

数据来源：上市公司财报，中粮期货研究院

然而，值得关注的是，印尼自由港公司目前暂未取得 2024 年 5 月之后的铜精矿出口权，而其 Manyar 冶炼厂目前已建成 57%，预计至明年 Q2 开始运营，年末达产。若其铜精矿于明年 5 月后被禁止出口，其冶炼厂产能并未如期匹配，则印尼 Grasberg 的铜精矿产量或将减少 40%，这意味着铜精矿的供应量将缩减 30 万吨，则铜矿供需格局或将由此发生大幅转变。

另外，近期第一量子旗下的巴拿马铜矿再度出现扰动，抗议仍在继续，目前暂未影响到矿山的运营，但后续仍需关注该矿山的谈判进程。

综上，近期铜精矿 TC 快速下滑的原因主要是国内冶炼产量大幅增加推动铜矿需求量显著上升，全年铜精矿供需平衡由年初的过剩转向小幅短缺。对于明年的铜矿供需格局，预计将由今年的小幅短缺转向过剩 17 万吨，铜矿供需宽松有所延续，但过剩量相对有限。另外，需关注印尼自由港公司明年的铜精矿出口权获取进度，这将大幅影响明年的铜矿供需平衡。



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



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 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不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



风险提示:

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不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。