

巴拿马铜矿危机？维持对 2024 年供需过剩的判断！

主要观点：

Cobre 特许权费用及合同争议的关键在于铜矿利润的分配，借鉴 Las Bambas 案件经验，Cobre 铜矿复产时间需重点关注巴拿马总统大选（5 月 5 日）后的一个月。结合铜矿对财政、就业的贡献，2024 年 5 月总统大选后，新政权不可避免将**重新考虑**是否在下一个月（6 月）铜矿“关闭计划”正式实施前对该重要收入来源做出调整，**我们更倾向于双方权衡之下在此节点上达成矿山复产共识**。不过，鉴于特许权合同还须经过 30 天的公众咨询程序，以及巴拿马内阁、国民议会等的批准，这也意味着 Cobre 铜矿即使获得官方准许批复，真正实现复产甚至满荷运行也存在至少 1 个月的滞后期。

综上，中性假设认为 2024 年巴拿马铜矿带来的减量预计约 11-13 万吨（供需平衡详见年度报告《2024 年铜年度展望报告：新一轮的估值压力，空长多短为御》图表 62）。即使以巴拿马铜矿生产中断 6 个月为标准计算，全球铜供需仍有 7-9 万吨的过剩。再次强调认为，相较于 2023 年供需紧平衡格局，今年铜价中枢因基本面的变化存在更大的下移压力。

风险提示：

复产时间不及预期

沪铜 · 专题报告

分析师：张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货交易咨询从业信息：Z0015332

研究助理：虞璐彦

邮箱：yuluyan@csc.com.cn

期货从业信息：F03124195

发布日期：2024 年 1 月 8 日

正文目录

一、巴拿马铜矿事件回顾	3
二、Cobre Panama 介绍	4
三、类似案例回顾：Las Bambas 铜矿	5
四、对巴拿马铜矿矛盾的看法	5
五、总结	6

一、巴拿马铜矿事件回顾

2017 年以来，First Quantum (FQM) 子公司 MPSA 一直在没有合同的情况下运营 Cobre Panama，当年末，最高法院裁定管理铜矿的协议违宪并废除了矿山特许权协议。为应对巴拿马政府的要求，FQM 进行了历时两年多的谈判，以重新获取 Cobre Panama 铜矿特许权协议。2023 年 3 月，FQM 与巴拿马政府于达成了新的特许权协议合同，并于 2023 年 10 月 20 日于国民议会批准了合同法 406 号。新合同规定，在 2025 年前，只要铜价高于每磅 3.25 美元，保证巴拿马政府最低年收入为 3.75 亿美元，在 2025 年后，价格保护降至 2.75 美元/磅。新合同有效期为 20 年，未来可续签 20 年。**通过这份合同，预计巴拿马政府可获得原合同多十倍的收入。**

然而，2023 年 10 月末，巴拿马民众抗议冲突爆发并持续发酵，抗议人士的身份由环保组织升级到了工会、学生等公众，直接影响到中美洲贸易枢纽——泛美高速公路遭到了封锁。为安抚抗议者，批准该法案的巴拿马总统科尔蒂索表示将于 12 月 17 日就是否吊销许可证举行全国公投。然而 11 月中旬，由于抗议活动造成港口封锁影响能源原料的供应，Cobre Panama 铜矿发电厂工作中断。2023 年 12 月初，巴拿马总统迫于压力，下令关闭 Cobre 铜矿。FQM 对巴拿马政府关闭 Cobre 铜矿表示质疑，认为没有任何法律依据支持实施 Cobre Panama 关闭计划，且其子公司 MPSA 一直无法与政府正式接触。

图表 1：Cobre Panamá 铜矿官方公告整理

时间	官方公告
2023/1/6	政府向公司施压，包括：要求暂停港口精矿装载出口作业、改变政府长期以来对特许权合同有效性的立场等。
2023/2/23	巴拿马海事局发文要求暂停港口铜精矿装载作业，子公司 MPSA 暂停 Cobre Panama 矿石加工业务。
2023/10/20	批准 Cobre Panama 矿更新的采矿特许权合同的 406 号法律通过，2022 年税款和特许权使用费约为 3.95 亿美元。
2023/11/28	巴拿马最高法院宣布已颁发的 406 号法律违宪，panama 铜矿港口和通往矿区的道路遭到受到非法封锁。
2023/11/29	First Quantum 子公司 MPSA 向国际仲裁法院提起仲裁，以保护其巴拿马政府早前同意的 2023 年特许权协议。
2023/12/1	巴拿马总统称，在第 406 号法律违宪的裁决后，将有一个关闭 Cobre 矿的过渡程序。 First Quantum 宣布暂停该年度 Cobre Panama 的产量指导。
2023/12/22	巴拿马商业和工业部 MICI 宣布实施 Cobre Panama 关闭计划，预计该计划将在 2024 年 6 月正式施行。该计划包括环境、技术和法律审计，旨在环境保护和安全管理。

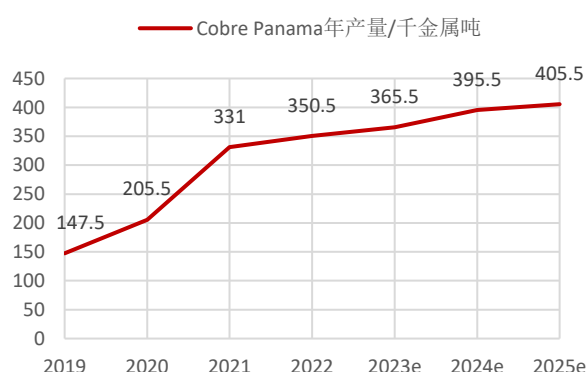
数据来源：First Quantum 官方公告、中信建投期货

二、Cobre Panama 介绍

Cobre Panama 位于巴拿马城以西 120 公里处的科隆省,由一系列铜斑岩矿床组成,主要矿床为 Balboa、Botija、Colina 和 Valle Grande,以及一些较小的组合矿化带,其中最重要的是 Brazo、Botija Abajo。综合来看,该铜矿拥有约 30 亿吨已探明和可能的储量(矿石量),约占全球金属产量的 1.5%,是过去十年全球最大的新铜矿之一,至 2023 年末,该矿山剩余寿命仍有 33 年。

1996 年 2 月,Cobre Panama 首次签署特许权协议合同,并于次年 2 月通过合同法第 9 条批准,进一步投入 100 亿美元发展基础设施建设,完善了发电厂、跨国输电线路、道路和港口等配套设施。2013 年,First Quantum 收购持有 Cobre Panama 特许经营权的巴拿马公司 Minera Panama,S.A. (MPSA)80%的股权,2017 年 11 月,FQM 将其在 MPSA 的所有权权益增加到 90%。2019 年,FQM 开始对 Cobre Panama 正式启动商业生产,该铜矿满负荷生产可处理 85Mpta 的矿石,年产超 30 万吨铜、金、银、钼。

图表 2: Cobre 铜矿年产量(千金属吨)



数据来源: SMM、中信建投期货

图表 3: 2022 年 Cobre 矿铜储量、资源量及库存量

单位/万金属吨	资源量 控制+探明+推断量	储量 证实+概略量	库存量	
			资源量	储量
Botija	308.35	244.69	7.03 Botija	7.03
Colina	434.85	382.71		
Medio	64.99			
Valle Grande	322.00	200.21		
Balboa	244.68	152.99		
Botija Abajo	53.35	87.88		
Brazo	98.23	-		
组合矿坑	-	1066.51		
合计	1526.44	2134.98		

数据来源: First Quantum、中信建投期货

此外,Cobre Panama 自矿山建设阶段其就制定了大量的社区外展和环境缓解计划。该矿山受环境和社会影响评估的约束,在 Cobre 商业经营的合同法批准规定中,对矿山、社区和环境管理产生了 371 项义务要求,包括但不限于要求其在巴拿马持续重新造林 11175 公顷的森林。至 2023 年末,Cobre 铜矿采矿作业已经影响了约 3000 公顷面积生态,但同时 FQM 也在巴拿马重新造林约 4200 公顷,并为超过 20 万公顷的保护区提供了支持计划,占巴拿马保护区总数的近 20%。

三、类似案例回顾：Las Bambas 铜矿

与 Cobre 铜矿资源禀赋、经营历史最为相似的铜矿——Las Bambas，位于南美洲秘鲁安第斯山脉 Apurimac 地区。该矿铜储量达 550 万吨，资源量为 900 万吨。2014 年 7 月，五矿资源等公司从嘉能可收购 Las Bambas 项目，并于 2016 年 7 月开启商业运营。Las Bambas 铜矿每年额定处理矿石量为 5110 万吨，预计每年生产约 25 万吨铜精矿，是全球最大铜矿之一。此外，除主要生产铜精矿外，副产品还包括金、银和钼精矿。据 MMG，2023 年 Las Bambas 铜产量预计达 23.5-30.5 万吨。至 2023 年末，矿山年限预计在 18 年以上。从社会权益上看，Las Bambas 矿山付出的税收和特许权使用费贡献已经超过了 1.93 亿美元，创造了 6000 多个直接和间接就业机会，99%以上员工为秘鲁籍，使矿山所处的 Apurimac 地区 25%的居民受益。

Cobre 与 Las Bambas 铜矿争议的相似点在于利润摩擦。从正式投入商业运营以来，Las Bambas 频繁遭到当地社区抗议、道路封锁，2022 年 4 月底铜矿生产被迫中断超 50 天，致使该矿年产量同比降 10%。据公告，MMG 收购 Las Bambas 后曾有一项 12 亿美元的社会投资承诺计划，然而在矛盾爆发前，仍有 20% 的义务尚未实现（主要为购买安置居民的土地）。

不过，二者最大的区别在于政府的立场，在 Las Bambas 矛盾中，秘鲁政府积极介入，引导 MMG（五矿资源）与当地社区达成协议、结束抗议，推动矿山复工复产，因此矿山得以于 2023 年 3 月恢复满负荷运作及运输。对比来看，Cobre 铜矿复产的重点在于政府何时接纳铜矿的生产。

四、对巴拿马铜矿矛盾的看法

自 2023 年 10 月抗议者封锁其航运港口至 2023 年末，FQM 已就该矿的关闭提交了两份仲裁申请，但 FQM 方称至今无法与政府正式接触，难以澄清其法律状况、环境义务。对于 Cobre 铜矿而言，最重要的是维护矿区内相关设施，以保证在后续复产时仍能正常运行。

铜矿停产对巴拿马宏观经济均存在严重的负面影响。从社会影响力来看，据 FQM 公告，Cobre Panama 的矿石加工减少将直接影响 7000 多名员工和承包商 + 4 万名为矿山提供相关服务的劳动力，合计共占巴拿马国家劳动力的 2%以上，而上述劳动力又支持了大约 10 万名巴拿马人的生计。从经济影响力来看，

Cobre Panama 贡献了巴拿马约 5% 的 GDP，占该国商品出口的 75%，中断该矿生产，意味着将减少向 2000 多家巴拿马公司合计约 2000 万美元的产品及服务。巴拿马工商会称，全国各地的抗议和道路封锁每天造成的损失在 6 千万美元以上，**标准普尔、穆迪和惠誉均下调巴拿马信贷评级至“负面”**。

从第一量子及巴拿马政府立场、民众最初抗议的要求来看，Cobre 特许权费用及合同争议的关键在于铜矿利润的分配，借鉴 Las Bambas 案件经验，**Cobre 铜矿复产时间需重点关注巴拿马总统大选（5 月 5 日）后的一个月**。根据上述 Cobre 铜矿对财政、就业的贡献，2024 年 5 月 5 日总统大选后，**新政权不可避免将重新考虑是否在 6 月铜矿“关闭计划”实施前对巴拿马铜矿争议做出新的调整**。不过，由于特许权合同须经过 30 天的公众咨询程序，然需通过巴拿马内阁、共和国主计长、国民议会的批准，这也意味着第一量子即使获得官方复产批复，真正实现复产甚至满负荷运行也存在 1 个月以上的滞后期。**因此，中性假设认为 2024 年巴拿马铜矿带来的减量预计约 11-13 万吨**。

五、总结

Cobre 特许权费用及合同争议的关键在于铜矿利润的分配，借鉴 Las Bambas 案件经验，**Cobre 铜矿复产时间需重点关注巴拿马总统大选后的一个月**。根据 Cobre 铜矿对财政、就业的贡献，2024 年 5 月 5 日总统大选后，新政权不可避免将重新考虑是否在 6 月铜矿“关闭计划”实施前对巴拿马铜矿争议做出新的调整。由于特许权合同须经过 30 天的公众咨询程序，然需通过巴拿马内阁、共和国主计长、国民议会的批准，这也意味着第一量子即使获得官方复产批复，真正实现复产甚至满负荷运行也存在至少 1 个月的滞后期。

综上，中性假设认为 2024 年巴拿马铜矿带来的减量预计约 11-13 万吨（供需平衡详见年度报告《2024 年铜年度展望报告：新一轮的估值压力，空长多短为御》图表 62）。**即使以巴拿马铜矿生产中断 6 个月为标准计算，全球铜供需仍有 7-9 万吨的过剩**。再次强调认为，相较于 2023 年供需紧平衡格局，今年铜价中枢因基本面的变化存在下移的压力。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。