

有色热点报告

铜：铜矿供应恢复了吗？

2024 年 7 月 31 日 星期三
第 31 周
中粮期货产品研发中心
(研究院)

宏观金属组

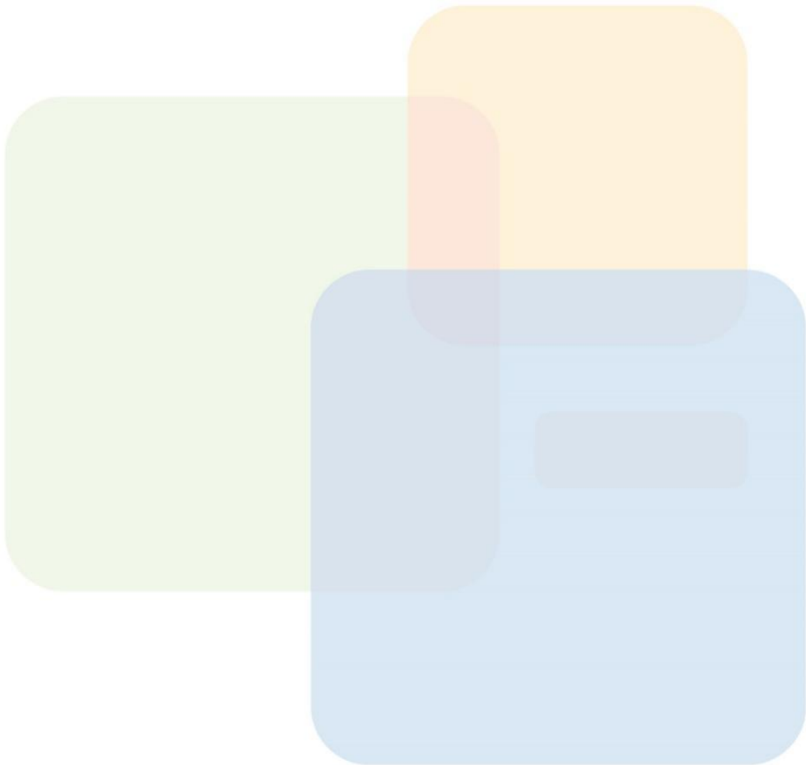


徐婉秋

从业资格号 F03119103
交易咨询号 Z0019515

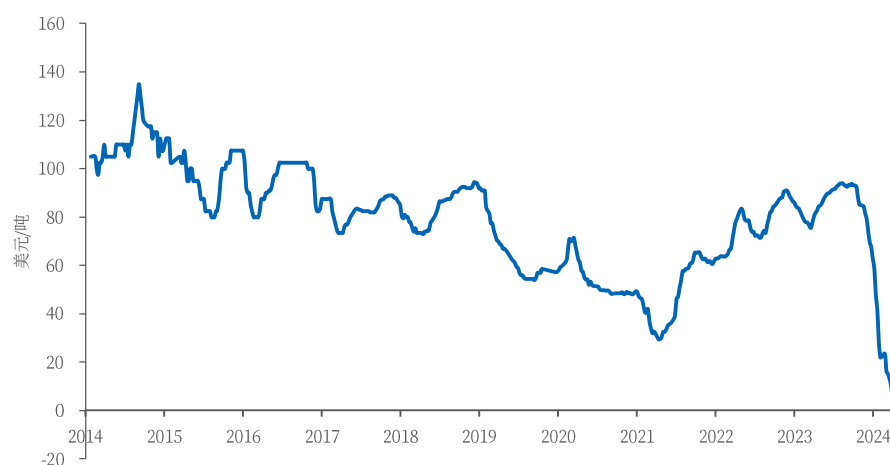
摘要

矿端的紧张终将传导至精炼环节，但考虑到部分炼厂的现金流、营收以及保供目标，预计明显计划外的减产或将于四季度体现，单月影响量级约为 2-3 万吨，持续关注矿端供应变化，如近期智利 Escondida 面临罢工风险，若供应端出现更多减量，则冶炼厂的减产影响或将进一步扩大。



自 6 月以来，进口铜精矿零单 TC 小幅反弹，由前期最低-1.4 美元/吨回升至当前 6.4 美元/吨，实际成交价甚至略高于这一水平。TC 的持续回升是否意味着铜精矿供需偏紧的格局不复存在，此前的短缺预期是否有所扭转，本文将对其进行简要探讨。

图表1：进口铜精矿TC



数据来源：SMM、中粮期货研究院

近期各大矿企的半年报陆续出炉，根据已公布的产量数据，今年二季度样本矿企铜精矿产量同比增加仅 2 万吨，增量相较于一季度的 20 万吨显著放缓。其中，贡献减量的矿企主要是智利铜业、英美资源以及第一量子，前二者产量均因其自有矿山的品位下滑而受到影响，第一量子则是因其巴拿马铜矿于去年底停产所致（年内复产概率极低）；暂不考虑并购公司的前提下，贡献增量的矿企主要是南方铜业、必和必拓、力拓及泰克资源，其中 Escondida 的矿石品位提升使得必和必拓及力拓均有受益，而泰克资源更多的增产来自于其 Quebrada Blanca 二期项目。整体上，上半年样本矿企铜精矿产量较去年增加约 22 万吨，增量低于预期。

图表 2：主要矿企铜精矿季度产量（万吨）

公司名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年合计	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年合计	2024Q1	2024Q2	环比	同比
智利铜业	38.70	39.70	35.20	41.70	155.30	35.17	33.23	35.50	38.50	142.40	31.88	30.92	-0.96	-2.31
自由港	34.61	37.06	35.02	35.56	142.25	31.80	36.79	37.15	38.40	144.14	38.69	36.38	-2.31	-0.41
南方铜业	21.61	23.61	23.08	24.14	92.44	22.36	22.80	22.70	23.79	91.65	24.07	24.36	0.29	1.56
第一量子	18.20	18.63	18.93	19.88	75.64	13.12	17.70	21.12	15.38	67.32	9.47	9.35	-0.12	-8.35
必和必拓	17.10	20.21	18.25	18.75	74.30	17.71	21.70	22.32	22.04	83.77	23.74	26.06	2.32	4.35
嘉能可	15.77	16.10	15.07	15.98	62.92	14.25	15.15	14.07	17.40	60.87	14.88	14.88	0.00	-0.27
英美资源	12.94	12.52	13.64	23.41	62.51	16.94	20.20	20.18	22.20	79.53	18.97	18.82	-0.15	-1.38
波兰铜业	14.21	13.81	13.01	12.92	53.95	12.70	13.10	12.93	12.70	51.43	13.55	13.53	-0.02	0.43
安托法加斯塔	8.70	7.76	12.54	13.43	42.43	9.75	10.52	12.39	13.60	46.26	7.83	9.78	1.95	-0.74
力拓	12.55	12.64	13.80	13.13	52.12	13.07	13.05	15.51	14.62	56.25	14.01	15.33	1.32	2.28
诺里斯克	9.14	11.25	11.32	11.58	43.30	10.86	9.49	10.05	12.14	42.54	10.98	9.49	-1.49	0.00
五矿资源	7.90	3.23	8.10	7.35	26.58	5.86	8.15	8.18	8.12	30.32	5.74	7.94	2.20	-0.21
淡水河谷	5.66	5.59	7.43	6.63	25.31	6.70	7.88	8.16	9.91	32.65	8.19	7.86	-0.33	-0.02
紫金矿业	15.17	18.30	19.78	19.92	73.17	21.35	21.16	20.79	20.42	83.71	21.28	21.36	0.08	0.20
泰克资源	6.70	6.90	6.64	6.54	26.78	5.67	6.43	7.19	10.34	29.63	9.90	11.04	1.14	4.63
伦丁矿业	6.51	6.41	6.39	5.66	24.97	6.15	6.01	8.99	10.33	31.48	8.80	8.80	0.00	2.80
巴里克	4.58	5.44	5.58	4.35	19.96	3.99	4.85	5.08	5.08	19.01	4.00	4.30	0.30	-0.55
哈萨克矿业	8.46	8.37	9.50	9.23	35.56	8.99	9.79	9.50	9.69	37.97	8.98	8.98	0.00	-0.81
波利顿	2.77	3.02	2.84	2.31	10.95	2.35	2.26	2.24	2.10	8.95	2.21	2.26	0.05	0.00
顶石矿业	2.10	2.84	3.01	3.08	11.03	2.89	2.77	2.87	3.22	11.75	3.08	3.08	0.00	0.31
纽蒙特矿业	1.36	1.09	0.73	1.13	4.31	1.18	1.18	1.04	1.04	4.44	3.60	3.80	0.20	2.62
加拿大塔塞科	0.97	0.94	1.28	1.21	4.41	1.13	1.28	1.46	1.55	5.41	1.35	0.91	-0.44	-0.37
加拿大哈德湾	2.47	2.57	2.45	2.93	10.42	2.26	2.17	4.20	4.55	13.17	3.47	3.47	0.00	1.30
合计	275	285	290	309	1159	269	291	307	320	1188	289	293	4	2

数据来源：上市公司财报、中粮期货研究院

在最新调整的铜精矿年度供需平衡表中，相较于 4 月，下调智利产量约 9 万吨，主要因智利铜业旗下矿山品位大幅下滑，但部分被 MMC 与 Capstone 共同拥有的 Mantoverde 铜矿生产的第一批铜精矿增量所抵消；小幅上调刚果产量约 1.5 万吨，主要因紫金矿业旗下 Kamoakakula 三期提前建成（较预期提前一季度），但其增量被二季度 Commussas 铜矿暂停生产（预计影响 1 万吨）所抵消；下调赞比亚铜矿产量约 8 万吨，主要因当地持续干旱而导致电力供应被迫削减。

调整后，全年铜精矿产量同比增加约 21 万吨，增速由前一年的 4.5%快速下滑至 1.1%，可见，铜精矿供应端并未显现恢复迹象。铜精矿需求方面，国内外冶炼厂并未出现明显减产信号，全年铜精矿需求量维持 4 月预期，较前一年增加

61 万吨，增速同样有所放缓，由 5%下滑至 3.2%。由此，在供应端未有较大增量、需求端有所维持的预期下，全年铜精矿供需平衡日益趋紧，由 Q2 预期缺口为 35 万吨扩大至 48 万吨，铜矿供需紧张局面并未扭转。因此，对于近期 TC 的反弹，更多是国内冶炼厂控制采买节奏、阶段性降低对铜精矿的需求所致，但因冶炼厂依然有备货需求，预计 TC 持续上行的空间相对有限。

图表 3：全球铜精矿供需平衡

单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2023	2024E (Apr)	2024E (Jul)
铜精矿总产量	1705	1684	1754	1825	1907	1941	1928
产量增速	-1.0%	-1.2%	4.2%	4.1%	4.5%	1.8%	1.1%
智利	579	573	566	544	543	562	555
秘鲁	246	215	230	240	271	271	271
刚果	149	170	200	245	261	286	288
中国	160	168	182	197	201	201	201
美国	126	120	120	123	124	129	129
澳大利亚	93	89	90	90	90	90	90
俄罗斯	80	81	82	86	100	100	100
蒙古	126	128	133	130	156	163	163
印尼 (PTFI)	28	37	61	71	75	75	75
赞比亚 (Kansanshi&Sentinel)	41	42	40	45	40	40	32
铜精矿总需求	1732	1761	1804	1824	1915	1976	1976
需求增速	0.7%	1.7%	2.4%	1.2%	5.0%	3.2%	3.2%
精炼铜总产量	1993	2023	2053	2081	2189	2269	2269
铜精矿供需平衡	-27.3	-77.3	-49.4	0.9	-7.8	-34.6	-48.1
铜精矿供需比	0.98	0.96	0.97	1.00	1.00	0.98	0.98

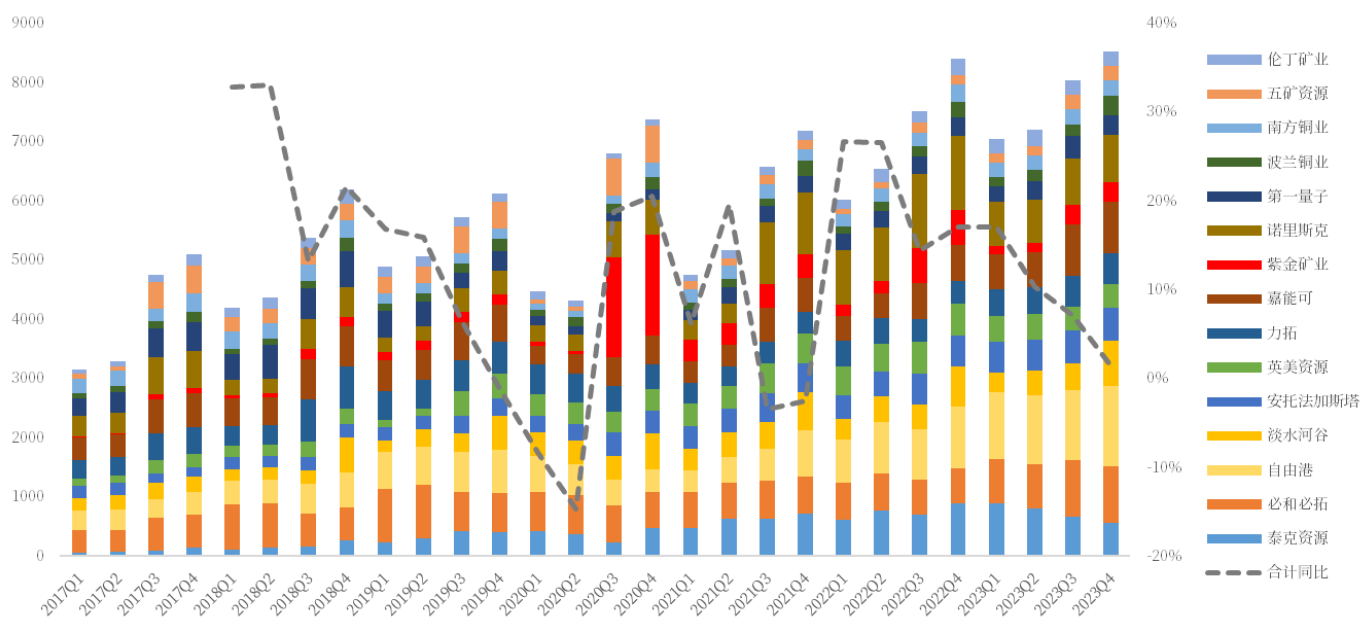
数据来源：Wind、中粮期货研究院

铜矿供需短缺的困境下，要再平衡当前持续扩大的缺口，一方面是降低冶炼厂快速扩张的产能产量从而降低对矿端的需求，另一方面是新建、扩建更多的矿山项目从而增加矿端的供应。目前来看，近两年来，受制于海外利率持续高企导



致融资成本上升、叠加铜价并未长期处于相对高位来给出企业足够的内部收益率，样本矿企的资本开支增速逐步下滑，且基本以维持性资本开支为主。正常情况下产能滞后资本开支约 3-5 年左右，长期来看（2026-2028 年），铜矿供应端的潜在问题将持续存在。

图表 4：主要矿企资本开支（百万美元）



数据来源：上市公司财报、中粮期货研究院

根据前文所述，铜矿供需偏紧格局贯穿全年，冶炼厂面临较大的原料采购压力。然而上半年，受益于精废价差的快速拉大，废铜优势日益突显，冶炼厂更倾向于采购废铜制粗铜、阳极等作为生产原料，从而降低对铜精矿的需求。由此，上半年冷料需求骤增，废铜制阳极加工利润持续攀升至高位，推动废铜供应量增加，冶炼厂原料相对充足。然而，伴随 6 月铜价大幅回落，精废价差快速收敛，废铜制阳极的加工利润持续下滑至亏损，冷料优势荡然无存。同时，上半年“反向开票”举措推广后，部分企业税收成本上升，给废铜的供应增添了更多的不稳



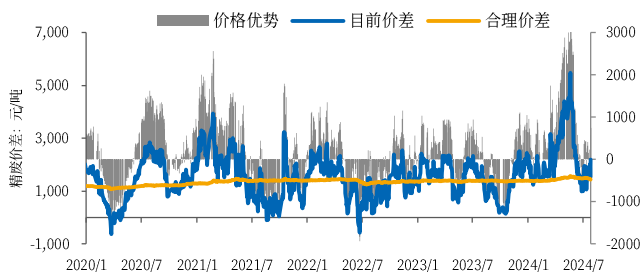
定性。由此，预计下半年废铜整体的供应并不如上半年那样充足。

图表 5：废铜制阳极加工利润



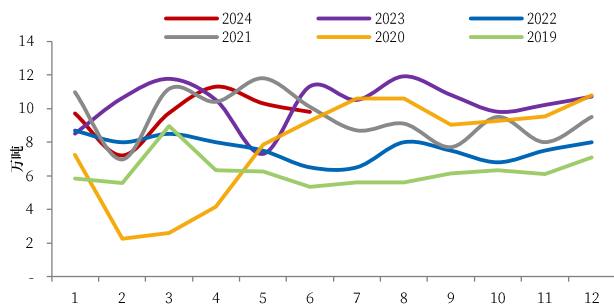
数据来源：Mysteel、中粮期货研究院

图表 6：精废价差



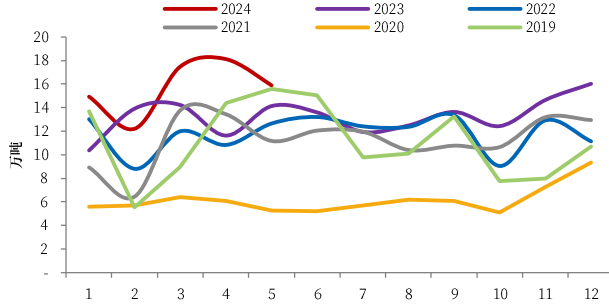
数据来源：SMM、中粮期货研究院

图表 7：国内旧废产量



数据来源：SMM、中粮期货研究院

图表 8：废铜进口量



数据来源：SMM、中粮期货研究院

综上，全年在铜矿供应难有增量、需求有所维持的预期下，铜矿供需缺口不断扩大，叠加作为原料补充的再生铜难以持续供应，冶炼厂的原料采购压力显著增加。矿端的紧张终将传导至精炼环节，但考虑到部分炼厂的现金流、营收以及保供目标，预计明显计划外的减产或将于四季度体现，单月影响量级约为 2-3 万吨，持续关注矿端供应变化，如近期智利 Escondida 面临罢工风险，若供应端出现更多减量，则冶炼厂的减产影响或将进一步扩大。



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



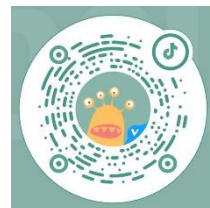
研究院公众号



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 responsiveness of research.



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。