

2019&2024，国内冶炼减产情况分析

兴证期货 · 研究咨询部

2024年3月29日星期五

有色研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

马志君

从业资格编号: F03114682

娄婧

从业资格编号: F03114337

联系人:

马志君

电话: 021-68982784

邮箱: mazj@xzfutures.com

● 核心观点

3月中旬,中国有色金属工业协会在北京召开的“铜冶炼企业座谈会”,会上各个与会企业都对减产表达了决心,但实际减产情况仍有待后续关注;会议期间与会有色协会领导谈及电解铜冶炼厂产能上限,呼吁以工信部的名义下文,不再扩大铜冶炼产能,上一次国内冶炼企业探讨联合减产的时间是2019年12月。

对比2019和2024年,我们可以看出在全球铜矿产量增速低于预期的背景下,第一量子旗下巴拿马铜矿的停产是本次铜矿供需极度收紧的黑天鹅事件。而随着国内冶炼厂的被动降产,矿端收紧也逐步传导到了金属端。那么后续铜矿和精炼铜平衡表就会快速的走向新的平衡了吗?我个人判断是不会,从当前的国内冶炼减产情况来看,多数减产企业未中小型冶炼企业,这意味着难以达成那种全产业的共同减产,因为并没有大企业领头。因此铜矿供需的紧张格局短期内并不能得到缓解。

不过受限于铜矿采购的困难，预计原本在今年新投的冶炼产能将延后，随着铜矿产能的继续扩张和海外复产，预计到下半年全球铜矿供需将逐步再平衡。同样的精炼铜供需的想轻微过剩也是一产能增速的下降逐步与铜需求增速匹配，进而逐步再平衡。

目录

一、再生铜供应情况分析.....	1
1.1 国内供应前高后低.....	1
1.2 海外供应增速低于预期.....	2
1.3 精废价差维持低位.....	2
1.4 国内未来供应存在瓶颈.....	4
二、再生铜需求情况分析.....	6
2.1 粗炼需求进弱远强.....	6
2.2 全球冶炼产能扩张增加需求.....	7
三、再生铜供需平衡情况.....	8
分析师承诺.....	9

一. 铜矿供需急速收紧

1.1 全球矿山增速低于预期

全球铜矿产量增速在不同时间段内有所变化。在 2012-2016 年期间，铜矿产量平均增幅达到了 5% 以上。然而，2016-2020 年期间，铜矿产量增速放缓至 0.35%。进入 2021-2022 年，铜矿产量增速有所恢复，达到了 2.7%。然而，2023 年全球铜矿增速仅为 1.4%，这主要是由于一些主要铜生产国的产量下降以及一些意外减产等因素的影响。

从具体数据上来看，根据 ICSG 数据 2023 年全球铜矿产能 2824.7 万吨，同比增加 4.73%，绝对增量 127.5 万吨，2023 年全球铜矿产量 2206.3 万吨，同比增长 1.01%，增速较上一年放缓 2.445，绝对增量 22 万吨，较上一年增量减少 50.7 万吨。本轮周期的铜矿产能增速基本等同于 2012-2016 年这一轮扩张周期，但产量增速却明显低于后者，主要由于全球铜矿干扰频发，以及南美智利铜矿受到品味下降和债务问题产量逐年下降，全球铜矿开工逐年下降。

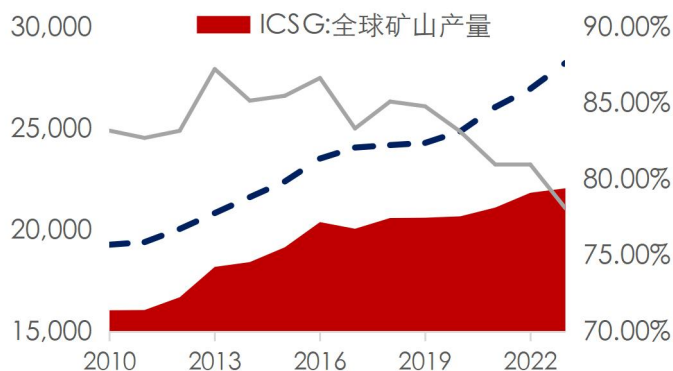
对于 2024 年，此前预计全球铜矿供给增速仅为 2.7%。然而，智利 CODELCO 的产量继续下降，预计智利铜矿产量将维持低位，第一量子旗下巴拿马铜矿受到政府限制停产，这座年产 35-40 万吨铜矿的矿山停产对全球铜矿平衡造成了很大的影响，2024 年的铜矿产量增速将继续低于预期。不过从产量绝对增速来看，2024 年是要依旧是要高于 2019 年的。

图 1: ICSG 全球铜精矿产量增速 (千吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 2: 全球铜精矿产能开工 (千吨)

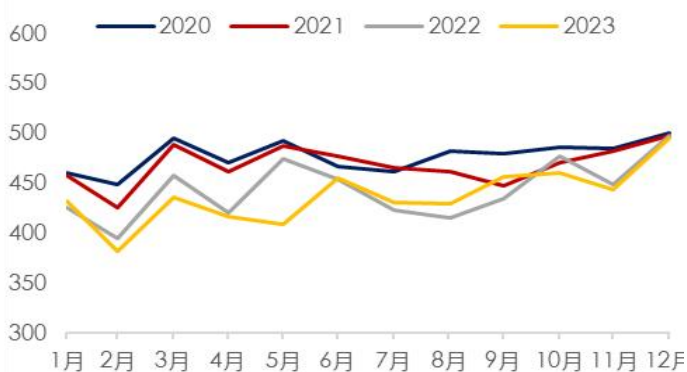


数据来源: SMM, 兴证期货

1.2 海外铜矿干扰频发

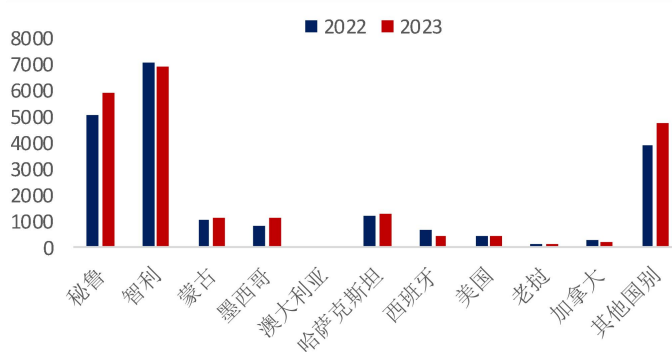
作为全球铜矿产量和增量主要贡献的海外，在过去几年一直经历着干扰频发生产受限的影响。首当其冲的就是智利，智利是世界上最大的铜生产国，每年铜产量约为 520 万吨，占世界的四分之一。然而，近年来其铜矿产量有所下降。这可能是由于多种因素的综合影响。一方面，矿藏的品位和矿石硬度可能会影响铜矿的产量。例如，智利最大的铜矿之一 Los Bronces 的品位和矿石硬度降低，这可能直接影响了铜矿的开采和加工效率，导致产量下降。另一方面，全环境破坏和社区冲突导致罢工等因素也困扰着包括智利在内的多个南美铜矿生产国，2023 年从智利出口到中国的铜矿产量也同比出现下滑。

图 3：智利铜矿产量（千吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 4：中国铜精矿进口量（千吨）



数据来源：SMM，兴证期货

除了智利铜矿的持续下滑之外，第一量子旗下 Cobre 铜矿的停产也给全球铜矿供应造成了巨大的影响，Cobre 铜矿生产的铜约占全球供应量的 1.5%。巴拿马政府表示将关闭全球最大铜矿之一的 Cobre 铜矿，原因是该国最高法院裁定，巴拿马政府与加拿大矿企 First Quantum Minerals Ltd. 方面续签的 Cobre 铜矿运营合同违宪。该铜矿目前已经暂停生产。此前，巴拿马政府与 First Quantum Minerals 续签了 Cobre 铜矿未来 20 年的采矿特许权合同。作为回报，巴拿马每年将获得 3.75 亿美元的收入。然而，这份合同在巴拿马国内引发了大规模抗议示威活动。抗议者认为铜矿开采破坏环境，尤其是威胁到当地的水源，抗议示威活动一度蔓延至巴拿马全国，多地道路持续被封。

与之相比 2019 年同样是全球铜矿的干扰事件较多的一年，尤其是秘鲁和南美也市场出现罢工导致的减停产，但持续的时间都相对较短，也濒危出现想巴拿马这样的级别的大矿山完全停产，对于的铜矿供需的影响相对有限。

表 1：海外矿企铜精矿产量（千吨）

企业	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	y/y
Freeport-McMoRan	459.00	487.80	479.00	487.00	438.00	484.00	492.00	497.00	10.00
BHP	370.00	461.80	410.10	424.00	406.00	476.00	457.00	437.00	13.00
Codelco	364.00	391.00	381.00	439.00	352.00	281.30	336.00	-	-
Glencore (ex-Mopani,ex-Emest Henry)	258.00	252.00	260.30	289.00	244.00	244.00	248.00	274.00	-15.00
Grupo Mexico (Southern Copper)	214.00	209.00	231.00	241.00	223.00	227.50	226.00	-	-
KGHM	193.00	184.00	180.00	176.00	176.00	176.00	175.60	175.60	-0.40
First Quantum	182.00	193.00	195.00	206.00	131.00	187.00	222.00	160.00	-46.00
Anglo American	140.00	133.00	147.00	244.00	178.00	209.00	209.00	230.00	-14.00
Antofagasta	139.00	130.00	181.90	196.00	146.00	150.00	174.00	192.00	-4.00
Norilsk	91.00	113.00	112.53	116.00	109.00	95.00	101.00	121.00	5.00
MMG	79.00	44.50	96.00	86.00	69.00	93.00	94.00	91.00	5.00
Rio (ex Escondida,100% of OT)	77.00	63.90	86.58	79.00	113.00	82.00	90.00	88.00	9.00
Teck Resources	67.00	72.00	66.00	65.00	57.00	64.00	72.00	103.00	38.00
Lundin	65.00	64.00	64.00	57.00	61.00	60.00	90.00	-	-
Vale	55.00	55.00	74.30	64.00	67.00	79.00	82.00	99.00	35.00
Ivanhoe (Kamoa-Kakula)	56.00	87.00	98.00	93.00	94.00	104.00	104.00	-	-
Barrick	46.00	54.00	56.00	44.00	40.00	48.50	50.80	-	-
Boliden	28.00	30.00	28.00	23.00	23.00	22.60	22.40	-	-
Newcrest	25.00	39.00	32.00	35.00	31.00	35.00	30.60	-	-
Newmont	9.00	11.00	7.00	11.00	12.00	11.80	10.40	-	-
Sierra Metals	3.00	4.00	3.00	3.00	4.00	4.70	4.30	-	-
合计	2920.00	3079.00	3188.71	3378.00	2974.00	3134.40	3291.10	2467.60	35.60

数据来源：SMM，兴证期货

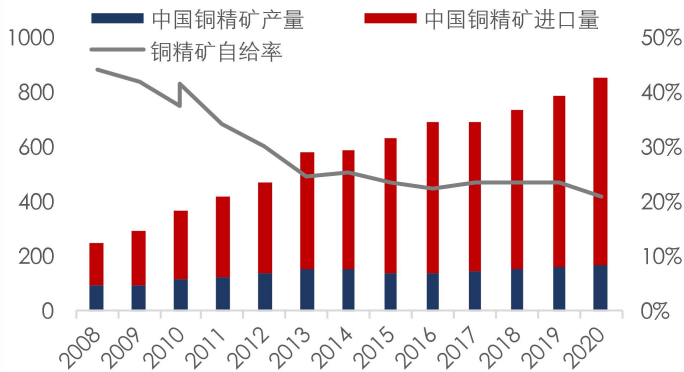
1.3 国产铜矿同比下滑

海外铜矿产量增速放缓的同时，国内铜矿生产也同样受到的干扰。根据 SMM 数据，2023 年国内铜精矿产量 183 万金属吨，同比下降 6.6%，绝对量下降了 13 万吨。二季度中国黄金旗下甲玛矿因为环保的原因停产了；紫金旗下西藏矿山因事故原因也在 5 月进行了停产。与之相对,2019 年国内铜精矿产量 160 万吨，同比增加 4.6%，绝对量增加了 7 万吨。

进口方面，根据海关数据，2023 年中国铜精矿进口量 2266 万干吨，同比增加 8.94%，绝对量增加 187.07 万干吨。随着国内冶炼产能的继续扩张，2023 年对海外进口矿的依赖程

度 继续上升,初步测算的 2023 年中国铜精矿自给率为 20.9%,较去年再度下滑约 3%。2019 年同期的国内铜矿自给率约为 22.5%。国内对海外铜矿依存度依旧逐年上升,海外铜矿的供应扰动对国内冶炼端的影响也在逐年加大。

图 5: 中国铜精矿自给率 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 6: 中国铜精矿产量 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

1.4 现货 TC 历史极低值

2024 年国内铜精矿 TC 确实出现了快速下降的情况。这主要是受到矿端生产和冶炼端产能的双向影响。具体来说,矿端生产波动频繁,而冶炼端需求增长,这导致了国内铜精矿现货 TC 持续创新低。根据 SMM 数据,截至 2024 年 3 月 8 日,国内铜精矿现货 TC 降至 10.63 美元/干吨,创下了 2011 年以来的最低点,当前国内加工费的海外矿端的连续干扰事件,如 Cobre Panama 铜矿停运,也加剧了国内铜市场的供应紧张局面,进一步推低了 TC 价格。尽管整体工业品市场表现一般,但铜价却保持了稳定。同时,国内废铜产量同比下降,也加剧了冶炼铜矿需求量。

2019 年冶炼厂商讨联合减产时进口铜精矿加工费 TC 尚维持在 50 美元中高位,远高于当前的情况。而近几年上一次如此历史极低水平的铜精矿加工费 TC 是在 2021 年一季度,彼时秘鲁铜矿遭受罢工影响,运输受限是的铜矿堆积在矿场无法发运,国内铜矿加工费快速回落至 20 美元中高位。不过随着后续罢工解决积累的铜矿快速的发运至国内,统计加工费也 V 行反弹一路上行。

图 7：中国铜精矿现货 TC（美元/吨）

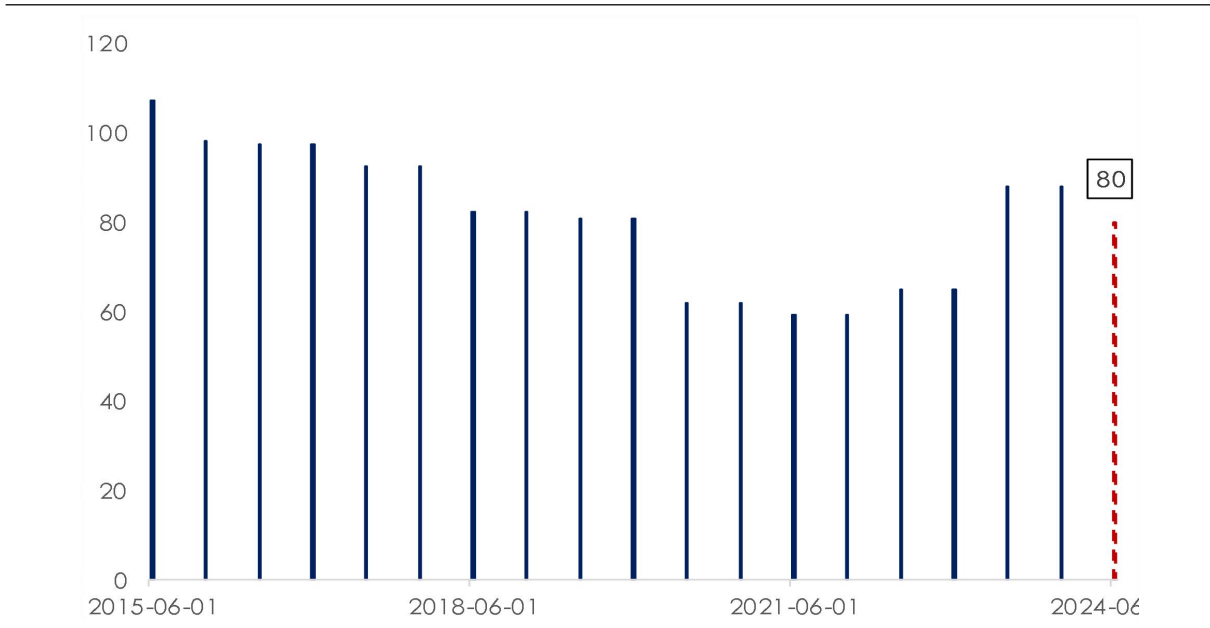


数据来源：SMM，兴证期货

1.5 铜精矿长单 TC 相对高位

与历史极低的现货 TC 不同的是，国内冶炼厂在群年年底与海外铜矿企业签订的 2024 年铜精矿长单 TC 依旧位于 80 美元/吨的高位，这也使得大部分中大型冶炼企业在当前这个现货 TC 价格下依然有原料供应，来维持正常生产。从过往的历史来看，80 美元/吨处在中高位的水平，比去年仅下降 4 美元/吨，2019 年持平。不过 2019 年国内冶炼厂的在开会探讨联合减产的时间的是在 12 月，当时正是他们和海外矿山博弈 2020 年铜精矿 TC 长单的时期。而最终 2020 年铜精矿长单 TC 环比回落至 62 美元/吨的低位。因此从这个角度来看 2019 年国内冶炼厂探讨减产时面临的长单 TC 压力是较今年要大的。另一方面，2024 年国内冶炼厂和海外矿山签订长单比例要较往年要低，今年国内冶炼厂的铜精矿长单仅仅占总需求的 50%-60%，而往年一般都要超过 70%。因此从这个角度来看，当前国内冶炼的铜矿现货采购压力是高于 2019 年的，尤其是一些中小型矿山。根据 SMM 调研了解到，部分冶炼厂预计在 5 月将面临无矿可用的境况。

图 8：中国铜精矿长单 TC（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货

二、冶炼产能增速冲高回落

2.1 冶炼产能扩张或降速

当前铜矿供需极度收紧，除了海外铜矿减停产的，国内冶炼产能的急速扩张也是重要因素之一。根据 SMM 数据，2023 年中国精炼铜产量为 1144.01 万吨，同比增加 115.8 万吨，增幅为 11.26%。2023 年全年国内精炼铜产量增速将创下历史新高，2023 年国内新增的精炼产能达到 56 万吨，此外去年下半年投产的 47 万产能也在今年兑现产量，尤其是四季度投产的 25 万吨。在 2022 年以来，国内铜冶炼整体维持较高增速，尤其是 2022 年以来的新增产能在 2023 年兑现，促成电解铜创纪录的高增速。而根据 SMM 调研统计，2024 和 2025 年国内精炼产能分别新增 65 万吨和 90 万吨，市场对 2024 年国内精炼铜的产量增速预计为 7% 左右，不过在当前铜矿供应急速收紧的情况下，预计今年冶炼产能的扩张速度将低于预期，全年产量增速或回落至 5% 左右。

表 3：中国精炼产能新增量（万吨）

公司名称	新增精炼产能 (万吨)	主要原料	预计投产时间	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
大冶有色(阳新弘盛)	40	铜精矿	2022年11月	37	3	0	0	0
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	铜精矿	2022年Q2	1.8	1.5	1	0	0
赤峰金通铜业有限 公司	5	铜精矿	2022年3月	3	1	0	0	0
铜陵有色(金冠铜业)	8	阳极铜	2022Q3	8.3	0	0	0	0
江铜富冶和鼎铜业有限公司	12	阳极铜	2022年7月	12	0	0	0	0
上饶和丰环保科技有限公司	10	废铜/阳极铜	2022年8月	0	4	3	0	0
西矿青海铜业有限公司	5	阳极铜	2022年10月	1	1	0	0	0
江西铜业(清远)有限公司	10	废铜/阳极铜	2022年11月	7.5	0	0	0	0
金川集团(本部)	10	阳极铜	2022年10月	11	2	0	0	0
江西鑫科环保高新技术有限公司	10	废铜/阳极铜	2023年3月	3	2.5	0	0	0
中条山有色金属集团有限公司	18	铜精矿	2023年10月	1	15	2	0	0
烟台国兴铜业有限公司	8	铜精矿	2023年6月	1.8	7	0	0	0
白银有色	20	铜精矿	2023年04	7	5	2	0	0
恒邦股份	10	铜精矿	2024Q1	0	7	3	0	0
楚雄滇中有色金属有限责任公司	20	铜精矿	2024	0	6	13	0	0
广西南国铜业有限公司	40	铜精矿	2024	4	7	20	0	0
包头华鼎铜业发展有限公司	7	铜精矿	2024	0	2	4	0	0
五矿铜业(湖南)有限公司	5	铜精矿	2024	0	1	3	0	0
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	15	铜精矿	2025	0	0	5	8	0
赤峰金通铜业有限公司	30	铜精矿	2025	0	0	13	15	0
金川集团(本部)	40	铜精矿	2025	0	0	22	15	2
营口建发盛海(一期)	30	铜精矿	2026	0	0	0	10	20
铜陵有有色(金)公(属)司(集)团股份	50	铜精矿	2026	0	0	0	20	25
合计				98.4	65	91	68	47

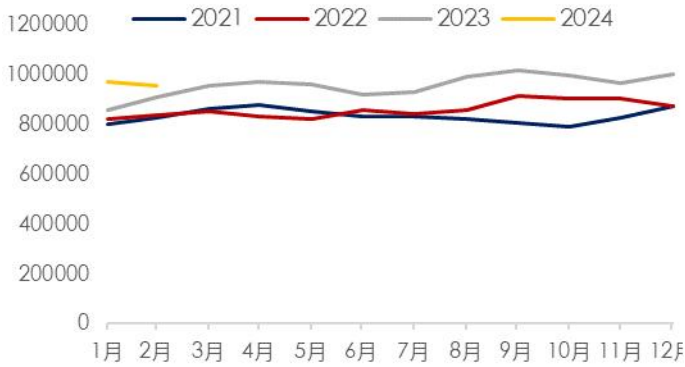
据来源：SMM，兴证期货研究咨询部

2.2 中小冶炼企业面临减产

进入 2024 年国内冶炼受到铜矿供需的影响实在逐步加剧的，从 SMM 统计的国内精炼产能开工情况可以看出，去年 12 月以来开工有着明显的下滑，并且这种情况还在延续。根据调研了解的，从 2 月开始国内一下中小型冶炼企业已经降低铜精矿的投料量来避免亏损，2 月的国内铜冶炼开工率已经降至 83%（受到一定春节周期影响），预计 3-4 月将依旧维持低位。此外，根据部分冶炼企业反映，当前的铜矿采购困难或影响到 5 月正常生产，因此预计二季度国内冶炼检修减产或较多。但我们同样需要看到的是，国内大型冶炼企业的减产意愿以及是不足

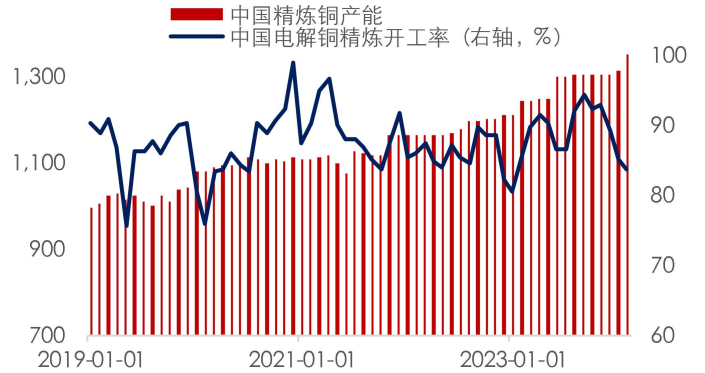
的，除了更多的长单之外，他们还有自己在国内外投建的铜矿，对于现货采购需求量相对要小，因此本轮减产必然是以中小型冶炼企业为主。

图 9：中国电解铜产量（吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 10：中国废铜产粗铜产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货

三. 铜矿及铜供需再平衡路径

综上所述，我们可以看出在全球铜矿产量增速低于预期的背景下，第一量子旗下巴拿马铜矿的停产使得原本相对平衡的格局被打破，铜矿供需据收紧。而随着国内冶炼厂的被动降产，矿端收紧也逐步传导到了金属端。那么后续铜矿和精炼铜平衡表就会快速的走向新的平衡了吗？我个人判断是不会，从当前的国内冶炼减产情况来看，多数减产企业未中小型冶炼企业，这意味着难以达成那种全产业的共同减产，因为并没有大企业领头。因此铜矿供需的紧张格局短期内并不能得到缓解。不过受限于铜矿采购的困难，预计原本在今年新投的冶炼产能将延后，随着铜矿产能的继续扩张和海外复产，预计到下半年全球铜矿供需将逐步再平衡。同样的精炼铜供需的想轻微过剩也是一产能增速的下降逐步与铜需求增速匹配，进而逐步再平衡。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因此将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。