

第一量子扰动或致 24 年铜供需改善

2023 年 12 月 08 日 | 中国内地

专题研究

贵金属

增持 (维持)

基本金属及加工

增持 (维持)

第一量子扰动或致 24 年铜供需格局改善

需求端,我们预计 23-25 年全球精炼铜需求增速+4.9%/+4.1%/+4.9%,新能源、国内电力用铜为精炼铜需求主要驱动力。供给端,巴拿马最高法院宣布 406 号法违宪,此前 406 号法律批准了第一量子 Cobre Panama 铜矿的特许权合同。受到抗议活动影响,该矿 11 月已停产。我们认为该矿复产具有不确定性,此扰动或致 24 年铜供需格局改善。其中 24H1 受扰动影响,铜价或呈现震荡或偏强的走势;24H2 美国若进入降息周期,或经历风险释放的过程,铜价或再下探。在中性假设下,我们预计 23-25 年铜供需格局分别过剩 +0.5%/+0.1%/+0.1%,24H2 铜价或在 7000 美元/吨附近完成调整。

23-25 年需求年增速或超 4%, 新能源、国内电力用铜为主要驱动力

我们预计 23-25 年全球精炼铜需求增速+4.9%/+4.1%/+4.9%,新能源、国内电力用铜为精炼铜需求主要驱动力。新能源用铜占比将由 18 年的 3%增长至 25 年的 16%;24、25 年增速分别为 24.4%、24.4%,增速贡献分别为 2.7pct、3.2pct。中国传统领域用铜 22 年占比 52%,其中电力用铜与非电力用铜参半。电力用铜 24-25 年增速分别为 8.3%、6.9%,增速贡献分别为 2.3pct、2.0pct;非电力用铜 24-25 年增速分别为-1.4%、-0.4%。海外传统领域用铜 24-25 年增速分别为-1.4%、-0.6%。

矿山铜供给 24 年新增达峰, 25 年起新增回落

我们预计 23-25 年矿山铜增量分别为 58、145、115 万吨,增速分别为 2.6%、6.4%、4.8%。23 年增量偏低主因生产扰动较多及部分投/扩产项目延迟;24 年增量较多,主要来自大型新建项目放量以及扰动消除形成的增量预期;25 年增量回落。此外,据 CRU,矿山铜供给 26-27 年新增或再有小高峰,增速 2.3%;28 年增速回落至 1.8%。考虑到拉美是 23 年矿山铜扰动最多的地方,以及主要增量矿山大多由大型矿企主导,因此供给实际兑现重点关注拉美地区扰动情况及大型矿企的大型矿山投/扩产项目进展。

第一量子 Cobre Panama 铜矿命运未定

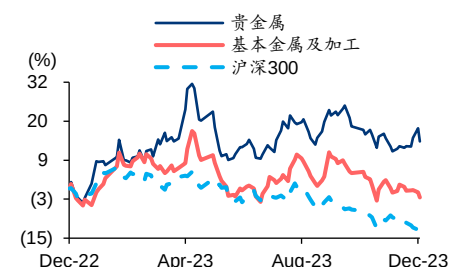
据第一量子 2023 年 11 月 28 日声明:巴拿马最高法院宣布 406 号法违宪,此前 406 号法律批准了第一量子 Cobre Panama 铜矿的特许权合同。此次 406 号法律违宪与 2018 年 9 号法律违宪略相似,2018 年违宪后该矿在法律不确定状态下继续运营。但受到抗议活动影响,生产必需物资获取受阻,该矿 11 月已停产。我们预计在 2024 年 5 月的总统选举前,Cobre Panama 铜矿复产具有较大不确定性。

第一量子扰动或致 24 年铜供需格局改善

第一量子 Cobre Panama 铜矿 22 年产量已达 35 万吨,占全球精炼铜供给的 1.6%。此扰动或致 24 年铜供需格局改善。其中 24H1 受扰动影响,铜价或呈现震荡或偏强的走势;24H2 美国若进入降息周期,或经历风险释放的过程,铜价或再下探。在中性假设下,23-25 年铜供需格局分别过剩 12/4/3 万吨,即+0.5%/+0.1%/+0.1%,24H2 铜价或在 7000 美元/吨附近完成调整。

风险提示:全球经济不及预期、全球铜供给超预期释放、第一量子 Cobre Panama 铜矿复产具有一定不确定性。

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

正文目录

中期：第一量子扰动或致 24 年供需格局改善3

 23-25 年需求年增速或超 4%，新能源、国内电力用铜为主要驱动力3

 矿山铜供给 24 年新增达峰，25 年起新增回落.....5

 第一量子旗下 Cobre Panama 铜矿命运未定8

 第一量子 Cobre Panama 铜矿扰动或致 24 年铜供需格局改善.....10

短期：供需双强+第一量子事件提振，铜价或震荡偏强14

 风险提示.....17

中期：第一量子扰动或致 24 年供需格局改善

23-25 年需求年增速或超 4%，新能源、国内电力用铜为主要驱动力

新能源、国内电力用铜为精炼铜需求主要驱动力。据 IMF、SMM 等及华泰测算，新能源用铜占比快速扩大,将由 18 年的 3%增长至 25 年的 16%;24、25 年增速分别为 24.4%、24.4%，增速贡献分别为 2.7pct、3.2pct。中国传统领域用铜 22 年占比 52%，其中电力用铜（电网、电源）与非电力用铜（家电、机械电子、传统交运等）各占 26%。但随着电力领域景气度高于非电力领域，电力用铜占比逐渐增加，预计 23 年开始超过非电力用铜。电力用铜 24-25 年增速分别为 8.3%、6.9%，增速贡献分别为 2.3pct、2.0pct。

23-25 年精炼铜需求年增速或超 4%。此外，非电力用铜 24-25 年增速分别为-1.4%、-0.4%，增速贡献分别为-0.4pct、-0.1pct。海外传统领域用铜 24-25 年增速分别为-1.4%、-0.6%，增速贡献分别为-0.5、-0.2pct。随着需求收缩，占比将由 22 年的 39%降低至 24 年的 34%。综合来看，我们预计 23-25 年全球精炼铜需求增速+4.9/+4.1/+4.9%。

中国为精炼铜消费的主战场。2023 年中国或占全球精炼铜消费的 59%，高比例与铜冶炼、铜材加工产能多位于中国有关；美国、欧洲、日本及其他国家分别占 7%、11%、3%、20%。

图表1：全球铜消费分领域占比、增速、增速贡献

	2024E	2024E	2024E	2025E	2025E
	全球占比	增速	增速贡献	增速	增速贡献
1.全球新能源领域	13%	24.4%	2.7pct	24.4%	3.2pct
2.中国传统领域	52%	3.7%	1.9pct	3.6%	1.9pct
其中：电力	29%	8.3%	2.3pct	6.9%	2.0pct
其中：非电力	24%	-1.4%	-0.4pct	-0.4%	-0.1pct
3.海外传统领域	34%	-1.4%	-0.5pct	-0.6%	-0.2pct
合计	100%	4.1%	4.1pct	4.9%	4.9pct

资料来源：IMF，世界银行，Wind，SMM，华泰研究预测

图表2：全球铜消费分领域占比

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球新能源	3%	3%	5%	6%	9%	11%	13%	16%
中国传统	50%	51%	55%	52%	52%	53%	52%	52%
-电力	23%	24%	26%	25%	26%	28%	29%	29%
-非电力	26%	27%	29%	27%	26%	25%	24%	23%
海外传统	47%	46%	40%	42%	39%	36%	34%	33%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：IMF，世界银行，Wind，SMM，华泰研究预测

图表3：全球铜消费分领域增速

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球新能源	5%	38%	38%	41%	34%	24%	24%
中国传统	2%	11%	-4%	3%	5%	4%	4%
-电力	1%	13%	-3%	6%	11%	8%	7%
-非电力	2%	10%	-5%	-1%	0.3%	-1%	-0.4%
海外传统	-3%	-9%	4%	-4%	-2%	-1%	-1%
总计	-1%	3%	1%	2%	5%	4%	5%

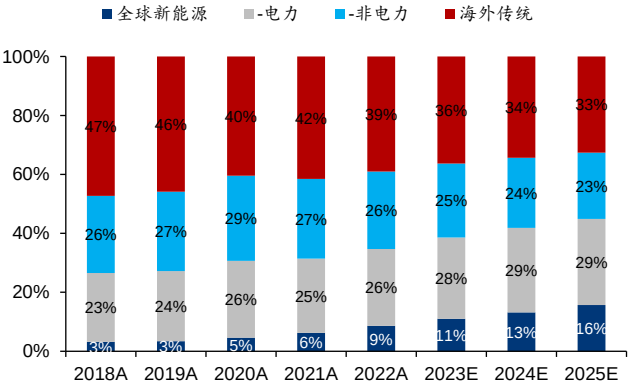
资料来源：IMF，世界银行，Wind，SMM，华泰研究预测

图表4：全球铜消费分领域增速贡献

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球新能源	0.1%	1.3%	1.8%	2.6%	3.0%	2.7%	3.2%
中国 传统	0.9%	5.6%	-2.2%	1.5%	2.9%	1.9%	1.9%
- 电力	0.3%	3.1%	-0.7%	1.6%	2.8%	2.3%	2.0%
- 非电力	0.6%	2.6%	-1.5%	-0.1%	0.1%	-0.4%	-0.1%
海外 传统	-1.6%	-4.3%	1.5%	-1.6%	-0.9%	-0.5%	-0.2%
总计	-0.6%	2.6%	1.1%	2.5%	4.9%	4.1%	4.9%

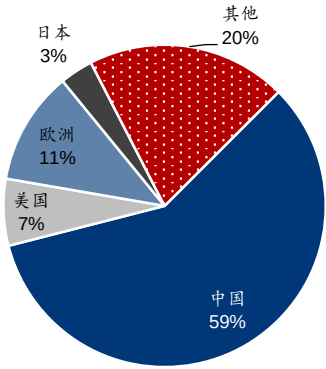
资料来源：IMF，世界银行，Wind，SMM，华泰研究预测

图表5：2018-2025E 全球铜需求分领域占比



资料来源：IMF，世界银行，Wind，SMM，华泰研究预测

图表6：2023E 全球铜需求分国家占比



资料来源：IMF，世界银行，Wind，SMM，华泰研究预测

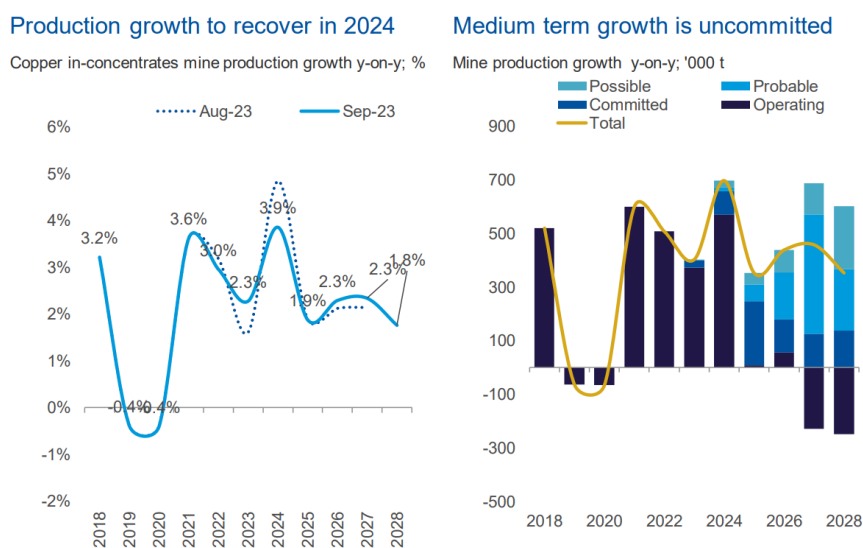
矿山铜供给 24 年新增达峰，25 年起新增回落

矿山铜供给 24 年新增达峰，25 年新增回落。根据全球主要矿山产量指引，在中性情景下（见下文），我们预计 23-25 年矿山铜增量分别为 58、145、115 万吨，增速分别为 2.6%、6.4%、4.8%。其中 23 年增量偏低主因生产扰动较多以及部分投/扩产项目进度滞后；24 年增量较多，或主要来自 Quebrada Blanca、TFM 等大型新建项目放量以及扰动消除形成的增量预期；25 年增量回落，或主要来自 Oyu Tolgoi、Escondida 等。此外，据 CRU，矿山铜供给 26-27 年新增或再有小高峰，增速 2.3%；28 年增速回落至 1.8%。

23-25 年增量主要来自非洲、拉丁美洲及亚洲。据我们测算，拉丁美洲占矿山铜供给的约四成，非洲、亚洲、北美 23 年占比分别为 16%、17%、10%。23-25 年增量主要来自非洲、拉丁美洲及亚洲，23 年分别占矿山铜增量的 58、49、2pct；24 年分别占 24、32、23pct；25 年分别占 26、38、18pct。此外，据 CRU，26-30 年增量以拉美居多。

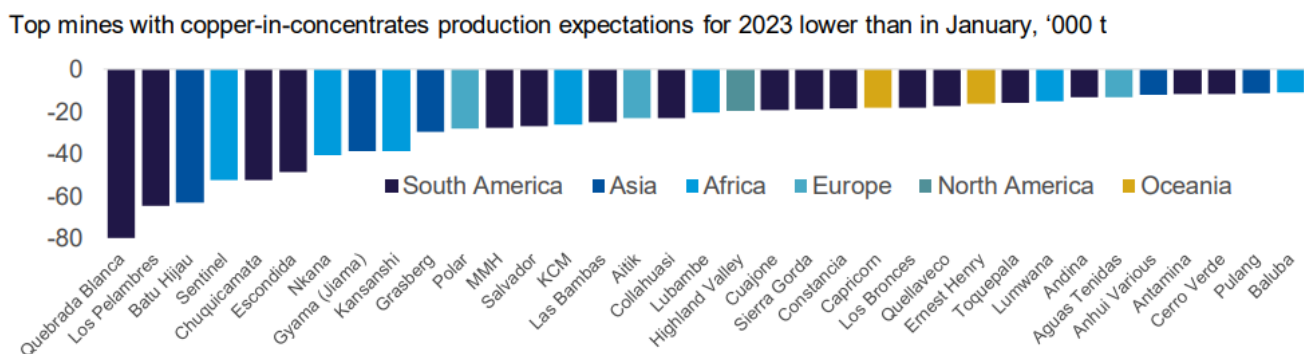
实际兑现重点关注拉美地区扰动情况及大型矿企的大型矿山投/扩产项目进展。据 CRU、ICSG 及我们测算，拉美是 23 年矿山铜扰动最多的地方，Quebrada Blanca、Los Pelambres 是产量预期下调最多的矿山。24 年增量 5 万吨以上的矿山有 10 座，合计增量为 94 万吨，贡献 65% 的增量；25 年增量 5 万吨以上的矿山有 7 座，合计增量为 71 万吨，贡献 61% 的增量；且 23-30 年主要增量矿山大多由大型矿企主导。因此矿山铜供给兑现需重点关注大型矿企的大型矿山投/扩产项目进展。

图表7： 矿山铜供给 24 年新增达峰，25 年回落，26-27 年再有小高峰，28 年回落



资料来源：CRU，华泰研究

图表8： 拉美是矿山铜扰动最多的地区



资料来源：CRU，华泰研究

图表9： 2023 年主要增量矿山

所属公司	矿山名称	2023 年增量	2024 年增量	2025 年增量
紫金矿业 44.98%	Kamoa-Kakula	89	55	142
洛阳钼业 80%	TFM	56	140	0
洛阳钼业 71.25%	Kisanfu（KFM）	80	10	0
Vale 100%	Salobo	59	13	20
泰克资源 60%	Quebrada Blanca	90	185	10
BHP57.5%、力拓 30%	Escondida	83	81	60
Anglo American 60%	Quellaveco	228	30	-30
	Other Chinese Mines	75	0	0
力拓 66%	Oyu Tolgoi	51	90	50

资料来源：ICSG，各公司公告，华泰研究预测

图表10： 2024 年主要增量矿山

所属公司	矿山名称	2023 年增量	2024 年增量	2025 年增量
Udokan Copper LLC 100%	Udokan	15	65	60
Almalyk Mining and Metallurgical Combine 100%	Almalyk	3	93	30
紫金矿业 44.98%	Kamoa-Kakula	89	55	142
洛阳钼业 80%	TFM	56	140	0
泰克资源 60%	Quebrada Blanca	90	185	10
BHP57.5%	Escondida	83	81	60
Antofagasta 60%	Los Pelambres	35	60	0
自由港 48.76%	PT Freeport Indonesia	-42	96	-45
PT Amman Mineral Internasional Tbk 99.9%	Batu Hijau	-47	71	0
力拓 66%	Oyu Tolgoi	51	90	50

资料来源：ICSG，各公司公告，华泰研究预测

图表11： 2025 年主要增量矿山

所属公司	矿山名称	2023 年增量	2024 年增量	2025 年增量
Udokan Copper LLC 100%	Udokan	15	65	60
紫金矿业 44.98%	Kamoa-Kakula	89	55	142
BHP57.5%	Escondida	83	81	60
Capstone copper 100%	Santo Domingo	0	0	50
五矿资源 62.5%	Las Bambas	40	35	50
紫金矿业 50%	Julong	37	8	119
力拓 66%	Oyu Tolgoi	51	90	50

注：不含 Cobre Panama

资料来源：ICSG，各公司公告，华泰研究预测

图表12： 2022-2025 年矿山铜供给分区域占比

产量增量，%	2022A	2023E	2024E	2025E
北美	10%	10%	10%	10%
大洋洲	4%	3%	3%	3%
俄罗斯及里海	9%	8%	9%	9%
非洲	15%	16%	17%	17%
拉丁美洲	40%	40%	39%	39%
欧洲	6%	6%	5%	5%
亚洲	17%	17%	17%	17%
合计	100%	100%	100%	100%

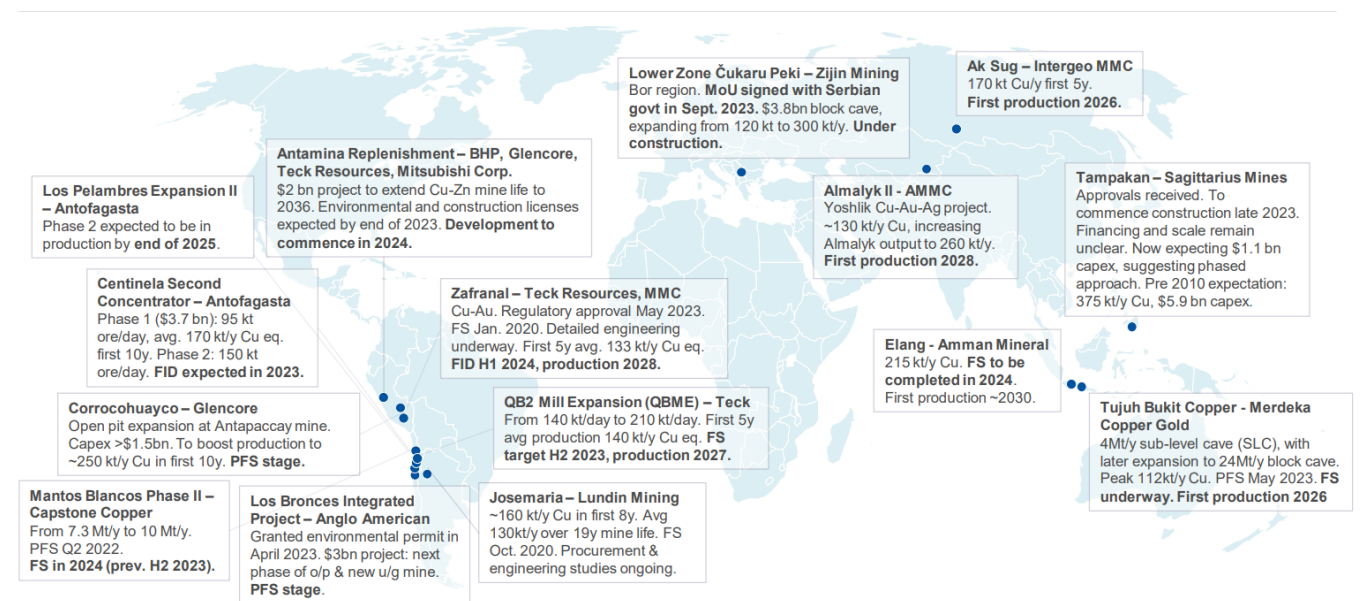
资料来源：ICSG，各公司公告，华泰研究预测

图表13： 2023-2025 年主要增量区域

产量增量, pct	2023E	2024E	2025E
北美	0	5	7
大洋洲	-2	1	-1
俄罗斯及里海	0	11	8
非洲	58	24	26
拉丁美洲	49	32	38
欧洲	-6	4	5
亚洲	2	23	18
合计	100	100	100

资料来源：ICSG，各公司公告，华泰研究预测

图表14： 两年内有潜力进入投资决策阶段的项目



DATA: CRU, company reports. Note: FID – Final Investment Decision, PFS – pre-feasibility study, FS – feasibility study

资料来源：CRU，华泰研究

图表15： 两年内有潜力进入投资决策阶段的项目

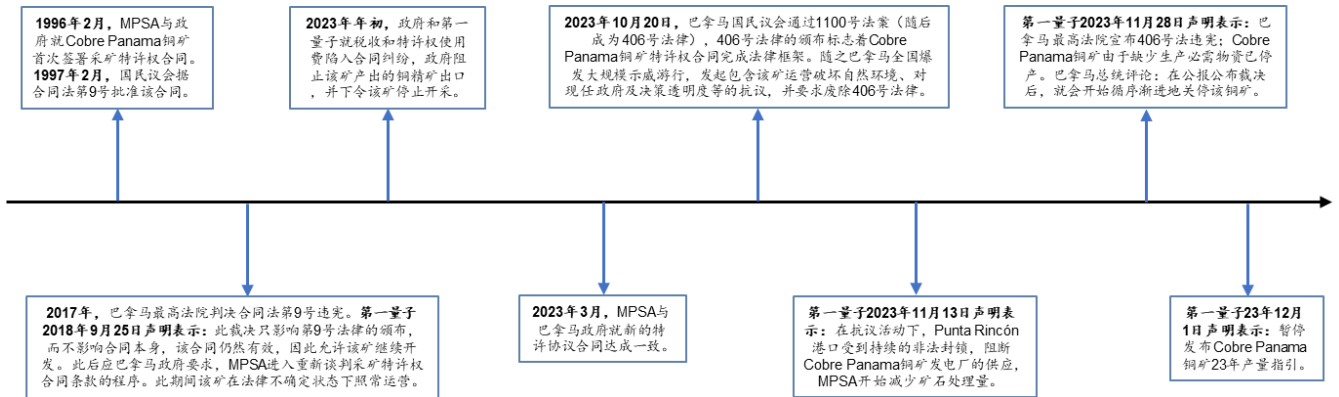
矿山名称	所属公司	量级	投产计划
Los PelambresExpansion II	Antofagasta	-	2025 年底或者 26 年投产
Centinela Second Concentrator	Antofagasta	第一阶段平均年产能 17 万吨；第二阶段处理能力 15 万吨/天	2023 年完成最终投资决策
Corrocohuayco	Glencore	前 10 年年产能达 25 万吨	处于预可研阶段
Antamina Replenishment	BHP/Glencore/Teck/Mitsubishi Corp.	延长寿命至 2036 年	2024 年开始建设
Ak Sug	Intergo MMC	前 5 年年产能 17 万吨	2026 年投产
Almalyk II	AMMC	年产能提升至 26 万吨	2028 年投产
Tampakan	Sagittarius Mines	年产能 37.5 万吨	2023 年开始建设
Tujuh Bukit Copper	Merdeka Copper Gold	最高产能 11.2 万吨	2026 年投产
Elang	Amman Mineral	年产能 21.5 万吨	2030 年投产
Zafranal	Teck Resources/MMC	前 5 年平均年产能 13.3 万吨	2028 年投产
Josemaria	Lundin Mining	前 8 年平均年产能 16 万吨；全周期年平均 13 万吨	在进行采购和工程研究
QB2 Mill Expansion (QBME)	Teck	前 5 年平均年产能 14 万吨	2027 年投产
Los Bronces Integrated Project	Anglo American		在预可研阶段
Mantos Blancos Phase II	Capstone Copper	处理能力由 730 万吨/年提升至 1000 万吨/年	2024 年完成可研
塞尔维亚项目	紫金矿业	年产能达 30 万吨	在建中

资料来源：CRU，华泰研究

第一量子旗下 Cobre Panama 铜矿命运未定

此次 406 号法律违宪与 2018 年 9 号法律违宪略相似，2018 年违宪后该矿在法律不确定状态下继续运营。但受到抗议活动影响，生产必需物资获取受阻，目前已停产。我们预计在 2024 年 5 月的总统选举前，Cobre Panama 铜矿是否复产及复产时间均具有较大不确定性。

图表16：第一量子事件回顾



资料来源：公司公告，华泰研究

回顾历史——

缘起：

2013 年 4 月，第一量子收购因美特矿业公司（Inmet Mining Corporation），因此获得 Minera Panamá, S.A. (MPSA) 80% 的权益，其旗下资产为 Cobre Panama 铜矿。2017 年 11 月，第一量子将其 MPSA 的权益增至 90%。

2018 年判定违宪但铜矿继续运营：

1996 年 2 月，MPSA 与政府就该矿首次签署采矿特许权合同（Concession Contract）。1997 年 2 月，国民议会根据合同法第 9 号批准该合同。

2017 年，巴拿马最高法院判决合同法第 9 号违宪。但第一量子 2018 年 9 月 25 日声明表示：此裁决只影响第 9 号法律的颁布，而不影响合同本身，该合同仍然有效，因此允许该矿继续开发。此后应巴拿马政府要求，MPSA 进入重新谈判采矿特许权合同条款的程序。此期间该矿在法律不确定状态下照常运营：该矿于 2019 年投产，2022 年产量已达 35 万吨，占全球精炼铜供给的 1.6%。运行状态下，该矿贡献大约 5% 的巴拿马 GDP。

再次签约引发抗议：

2023 年年初，由于政府和第一量子就税收和特许权使用费陷入合同纠纷，政府阻止该矿产出的铜精矿出口，并下令该矿停止开采。

2023 年 3 月，MPSA 与巴拿马政府就新的特许协议合同达成一致，该合同的初始期限为 20 年，并允许 MPSA 选择再延长 20 年。该合同要求 MPSA 缴纳税款和特许权使用费 1) 截至 22 年末产生的 3.95 亿美元；2) 23 年起每年缴纳至少 3.75 亿美元，其中特许权使用费提高至毛利的 12-16%。随后该矿运营恢复正常。

2023 年 10 月 20 日，巴拿马国民议会通过 1100 号法案，该法案是批准 Cobre Panama 铜矿特许权合同的提案。随后，总统批准 1100 号法案成为 406 号法律。406 号法律的颁布标志着 Cobre Panama 铜矿特许权合同完成法律框架。随后巴拿马全国爆发大规模示威游行，发起包含该矿运营破坏自然环境、对现任政府及决策透明度等的抗议，并要求废除 406 号法律。

据第一量子 2023 年 11 月 13 日声明，在抗议活动下，Punta Rincón 港口受到持续的非法封锁，阻断 Cobre Panama 铜矿发电厂的供应，MPSA 开始减少矿石处理量。

2023 年 11 月 16 日，第一量子按照合同义务，缴纳了 2021 年 12 月至 2023 年 10 月期间产生的 5.67 亿美元税款和特许权使用费。该笔费用成为巴拿马历史上最大的一笔财政支付，同时亦为全球铜矿历史上最大的一笔税收和特许权使用费支付。

最高法院宣布违宪、铜矿停产：

据第一量子 2023 年 11 月 28 日声明：巴拿马最高法院宣布 406 号法违宪。公司正在审查该裁决，并继续保留其在巴拿马发展的所有当地和国际法律权利。并宣布 Cobre Panama 铜矿由于缺少生产必需物资已停产。随后，巴拿马贸易部长宣布辞职，并表示法院的裁决可能会给国家带来较严重的不良后果。根据巴拿马总统评论，在公报公布裁决后，就会开始循序渐进地关停该铜矿。

据第一量子 2023 年 12 月 1 日声明：第一量子暂停发布 Cobre Panama 铜矿 23 年产量指引。此外，公司已于 11 月 14 日向巴拿马工商部提交了一份意向通知，要求根据《加拿大-巴拿马自由贸易协定》提起仲裁，以行使其在国际法下的权利。意向通知有助于巴拿马政府和 MPSA 根据《自由贸易协定》进行协商，以避免需要提出任何此类仲裁。且 MPSA 已于 11 月 29 日向国际仲裁法院 (ICC) 提起仲裁，以保护其在新采矿特许权合同下的权利。

第一量子 Cobre Panama 铜矿扰动或致 24 年铜供需格局改善

第一量子 Cobre Panama 铜矿 19 年投产，22 年产量已达 35 万吨，占全球精炼铜供给的 1.6%。据第一量子原先指引，该矿 23-25 年铜产量为 36.5-37.5/37-40/37-40 万吨。由于 Panama 铜矿 11 月减产并停产，我们假设 23 年产量为 31 万吨。

图表17： Cobre Panama 铜矿历史产量及未来产量指引

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
产量（万吨）	14.7	20.6	33.1	35	36.5-37.5	37-40	37-40

资料来源：第一量子公告（19-22 年年报、23Q3 报告（23-10-25）及三年规划（23-1-17）），华泰研究

由于该铜矿复产具有较大不确定性，我们分情景测算精炼铜供给量及供需格局：

1) 悲观假设：若 Cobre Panama 铜矿 24 年按原先指引的 70%生产、25 年恢复正常，即 23-25 年产量分别为 31/26.6/38 万吨；则 23-25 年对应精炼铜供给量分别为 2724/2834/2963 万吨，增量分别为 184/110/129 万吨；则 23-25 年铜供需格局分别过剩 12/11/3 万吨，即 +0.5%/+0.4%/+0.1%。

图表18： Cobre Panama 铜矿 24 年按原先指引的 70%生产、25 年恢复正常正常假设下的铜供需平衡表

	2022A	2023E	2024E	2025E
Cobre Panama 铜矿产量（万吨）	35	31	26.6	38
原生精炼铜全球产量（万吨）	2,124	2,275	2,363	2,469
增量（万吨）		151	88	106
再生精炼铜全球产量（万吨）	415	449	471	494
增量（万吨）		33	22	24
全球精炼铜产量（万吨）	2,540	2,724	2,834	2,963
增速（%）	1.75%	7.3%	4.1%	4.6%
增量（万吨）		184	110	129
全球精炼铜消费量（万吨）	2,584	2,711	2,823	2,960
增速（%）	2.5%	4.9%	4.1%	4.9%
供需缺口（万吨）	-44	12	11	3
供需缺口（%）	-1.7%	0.5%	0.4%	0.1%

资料来源：ICSG，各公司公告，华泰研究预测

2) 中性假设：若 Cobre Panama 铜矿 24 年按原先指引的 50%生产、25 年恢复正常，即 23-25 年产量分别为 31/19/38 万吨；则 23-25 年对应精炼铜供给量分别为 2724/2827/2963 万吨，增量分别为 184/103/137 万吨；则 23-25 年铜供需格局分别过剩 12/4/3 万吨，即 +0.5%/+0.1%/+0.1%。

图表19： Cobre Panama 铜矿 24 年按原先指引的 50%生产、25 年恢复正常假设下的铜供需平衡表

	2022A	2023E	2024E	2025E
Cobre Panama 铜矿产量（万吨）	35	31	19	38
原生精炼铜全球产量（万吨）	2,124	2,275	2,356	2,469
增量（万吨）		151	80	113
再生精炼铜全球产量（万吨）	415	449	471	494
增量（万吨）		33	22	24
全球精炼铜产量（万吨）	2,540	2,724	2,827	2,963
增速（%）	1.75%	7.3%	3.8%	4.8%
增量（万吨）		184	103	137
全球精炼铜消费量（万吨）	2,584	2,711	2,823	2,960
增速（%）	2.5%	4.9%	4.1%	4.9%
供需缺口（万吨）	-44	12	4	3
供需缺口（%）	-1.7%	0.5%	0.1%	0.1%

资料来源：ICSG，各公司公告，华泰研究预测

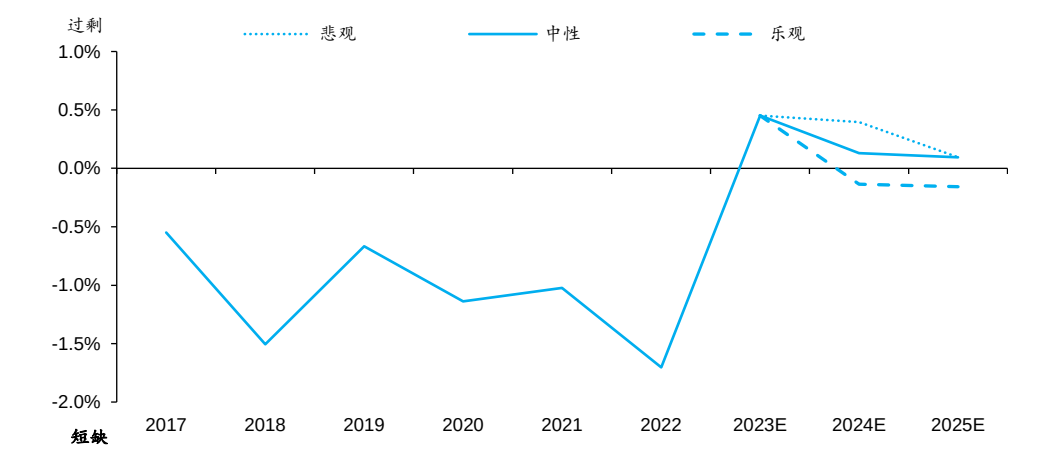
3) 乐观假设: 若 Cobre Panama 铜矿 24-25 年分别按原先指引的 30%、80% 生产, 即 23-25 年产量分别为 31/11.4/30.4 万吨; 则 23-25 年对应精炼铜供给量分别为 2724/2819/2956 万吨, 增量分别为 184/95/137 万吨; 则 23-25 年铜供需格局分别过剩 12 万吨、短缺 4 万吨、短缺 5 万吨, 即+0.5%/-0.1%/-0.2%。

图表20： Cobre Panama 铜矿 24-25 年分别按原先指引的 30%、80%生产假设下的铜供需平衡表

	2022A	2023E	2024E	2025E
Cobre Panama 铜矿产量 (万吨)	35	31	11.4	30.4
原生精炼铜全球产量 (万吨)	2,124	2,275	2,348	2,461
增量 (万吨)		151	73	113
再生精炼铜全球产量 (万吨)	415	449	471	494
增量 (万吨)		33	22	24
全球精炼铜产量 (万吨)	2,540	2,724	2,819	2,956
增速 (%)	1.75%	7.3%	3.5%	4.9%
增量 (万吨)		184	95	137
全球精炼铜消费量 (万吨)	2,584	2,711	2,823	2,960
增速 (%)	2.5%	4.9%	4.1%	4.9%
供需缺口 (万吨)	-44	12	-4	-5
供需缺口 (%)	-1.7%	0.5%	-0.1%	-0.2%

资料来源：ICSG，各公司公告，华泰研究预测

图表21： 2017-2025E 全球精炼铜供需平衡

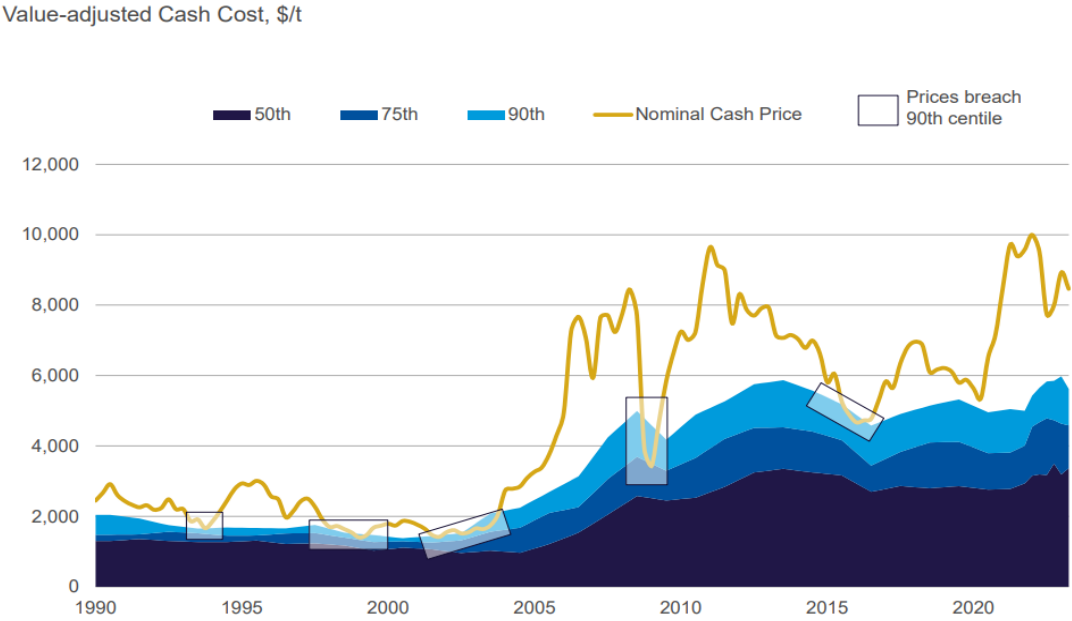


资料来源：IMF，世界银行，Wind，SMM，ICSG，各公司公告，华泰研究预测

综上，不论哪种情形，**第一量子 Cobre Panama 铜矿扰动均致 24 年铜供需格局改善**。其中 24H1 受 Cobre Panama 铜矿扰动影响，铜价或呈现震荡或偏强的走势；24H2 美国若进入降息周期，或经历风险释放的过程，铜价或再下探。

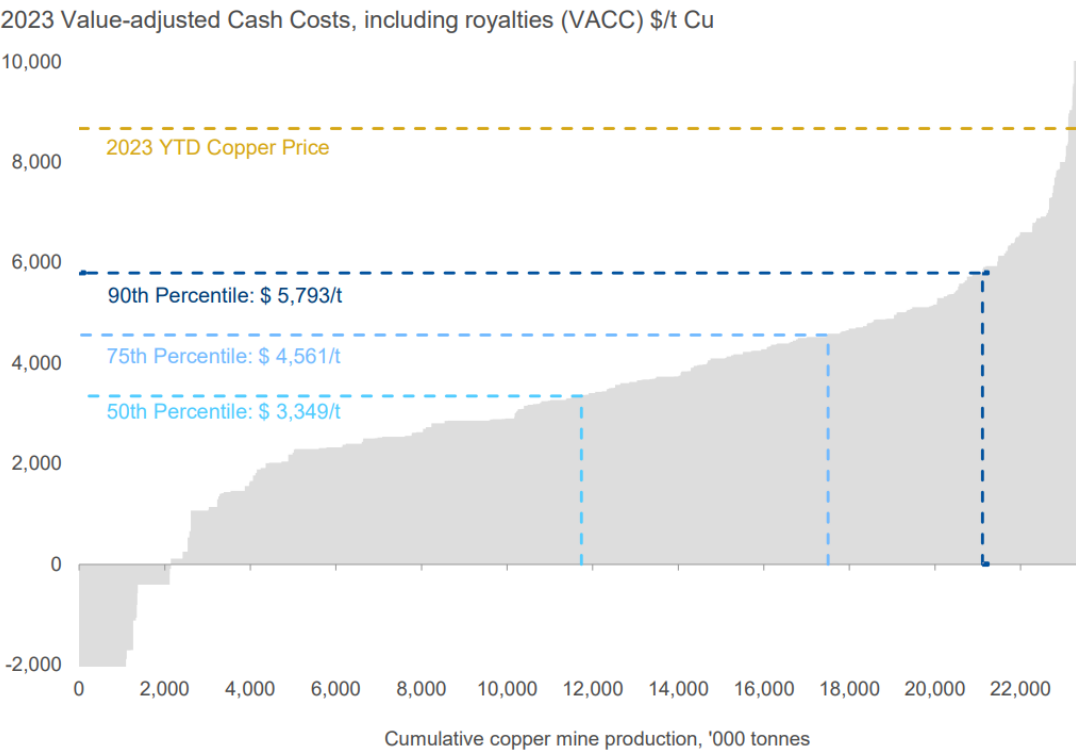
在铜价下探过程中，不同情景对应不同的供需格局改善程度，进而影响下探深度。在最坏的情况下，即欧美高利率环境下发生衰退，据 CRU，1990-2022 年，Value-adjusted Cash Cost (VACC) 成本 90 分位对铜价形成强有效支撑，目前 VACC 成本 90 分位约在 6000 美元/吨。在中性假设下，铜价或在 7000 美元/吨附近完成调整。

图表22：1990-2022 年，Value-adjusted Cash Cost 成本 90 分位对铜价形成强有效支撑



资料来源：CRU，华泰研究

图表23：2023 年 Value-adjusted Cash Cost 曲线



资料来源：CRU，华泰研究

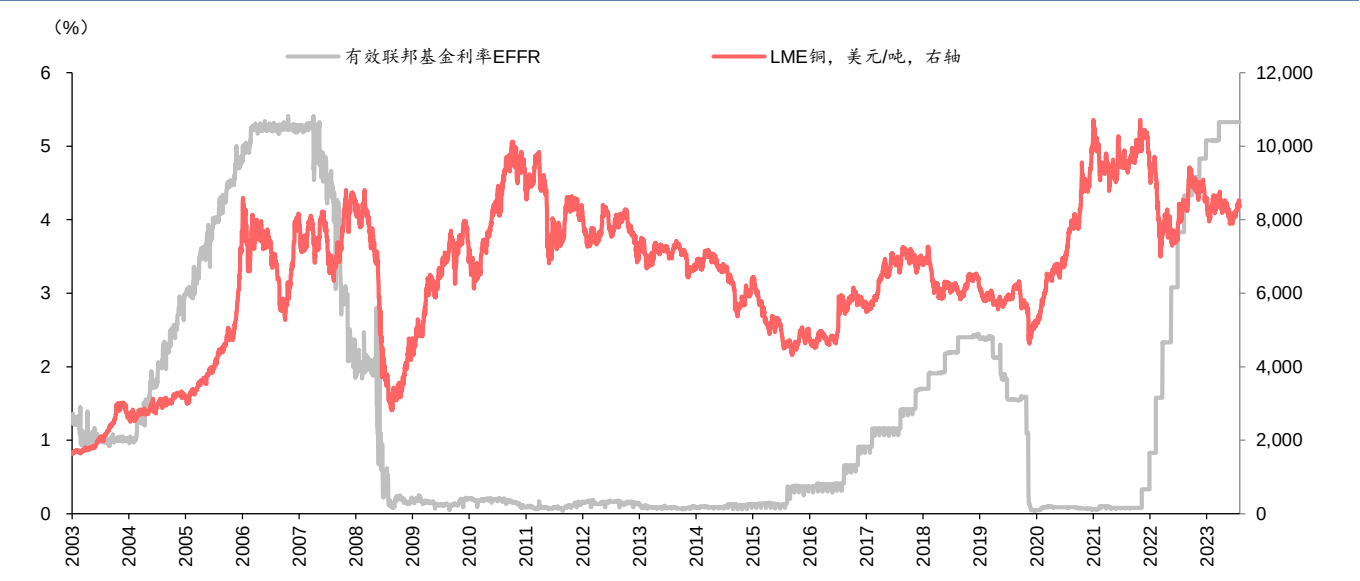
图表24：LME 铜价在加息及衰退周期价格表现

	加息周期	NBER 衰退周期	价格回撤幅度			回撤时间	
			加息期间	衰退期	加息+衰退	加息期间	衰退期
第一轮	1983 年 3 月-1984 年 8 月	无实质衰退	27.90%	14.86%	26.19%	17 个月	17 个月
第二轮	1988 年 3 月-1989 年 5 月	1990 年 7 月至 1991 年 3 月	32.55%	29.43%	38.86%	13 个月	16 个月
第三轮	1994 年 2 月-1995 年 2 月	1997 年 7 月-1999 年初	36.88%	47.24%	55.19%	14 个月	21 个月
第四轮	1999 年 6 月-2000 年 5 月	2001 年 3 月至 2001 年 11 月	8.96%	29.75%	25.31%	3 个月	13 个月
第五轮	2004 年 6 月-2006 年 6 月	2007 年 12 月至 2009 年 6 月	29.53%	61.83%	58.80%	8 个月	10 个月
第六轮	2015 年 12 月-2018 年 12 月	2020 年 2 月至 2020 年 4 月	19.20%	16.77%	28.42%	19 个月	4 个月
第七轮	2022 年 3 月至今	尚未确认	26.25%	-	-	4 个月	-

注：采用月度平均价格计算

资料来源：Wind，华泰研究

图表25：2000 年以来加息后期或降息周期一般伴随着铜价回落，但降息完成后，铜价则迎来反弹



资料来源：Wind，华泰研究

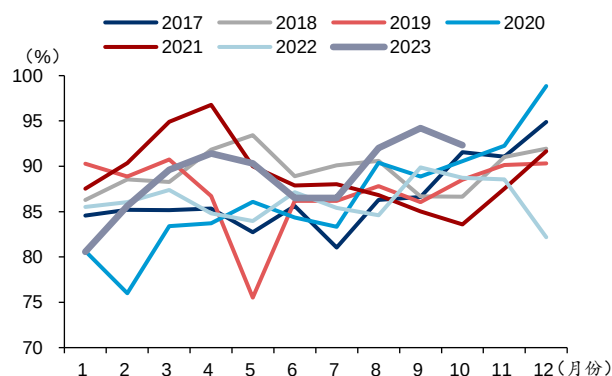
短期：供需双强+第一量子事件提振，铜价或震荡偏强

短期或呈现供需双强的格局，叠加第一量子事件扰动，铜价或震荡偏强。

供给端,据 SMM 及 Wind, SAVANT 铜全球分散指数 11 月仍处于高位,12 月 1 日为 53.2,说明冶炼端供应充足,或因冶炼利润较好;11 月铜精矿进口仍处于高位,12 月 1 日铜精矿进口量 87.6 万吨,说明矿端供应亦充足;但 10 月以来 TC 开始下降,12 月 1 日已下降至 79 美元/吨,说明冶炼端供应强于矿端供应。我们认为,在未看到矿、冶炼端出现明显变差的迹象之前,精炼铜的供应短期内或较为强势。

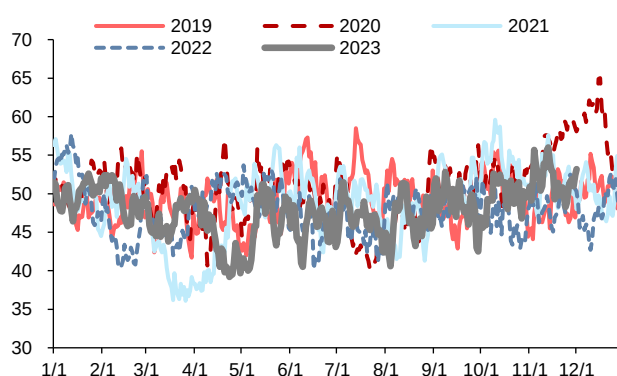
需求端,据 SMM 及 Wind,目前铜精废价差已至 2000 元/吨以上,短期内或提振铜需求;且随着国内多政策落地显效,电解铜需求或持续转好;但进入 11 月,电解铜杆的开工率回落至 80%以下,11 月 23 日最低至 68%,11 月 30 日回升至 73%。我们认为需要进一步观察淡季对铜消费的影响。此外,第一量子事件或对短期铜价形成提振。

图表26：国内铜冶炼开工率



资料来源：SMM，华泰研究

图表27：SAVANT 铜全球分散指数



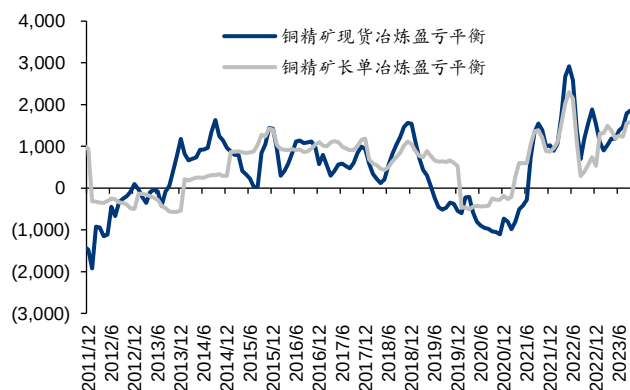
资料来源：SMM，华泰研究

图表28：国内硫酸价格（元/吨）



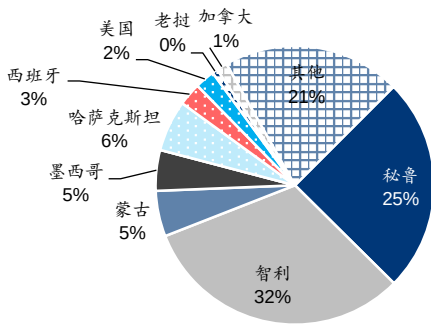
资料来源：Wind，华泰研究

图表29：国内精炼铜冶炼盈亏平衡（元/吨）



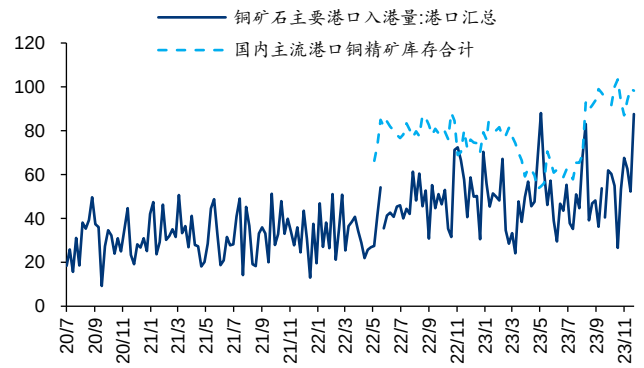
资料来源：SMM，华泰研究

图表30：2022 年中国铜精矿进口主要来源国



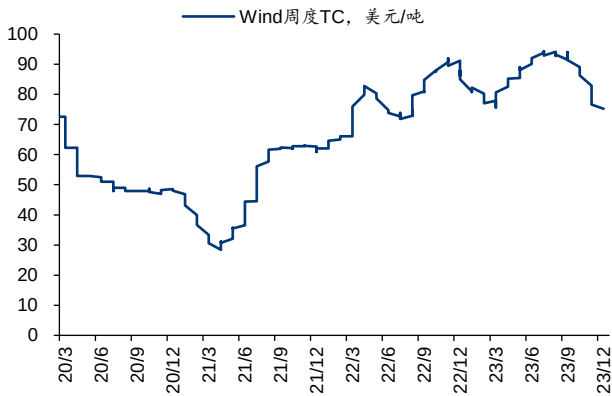
资料来源：SMM，华泰研究

图表31：中国铜精矿进口量及港口库存量（万吨）



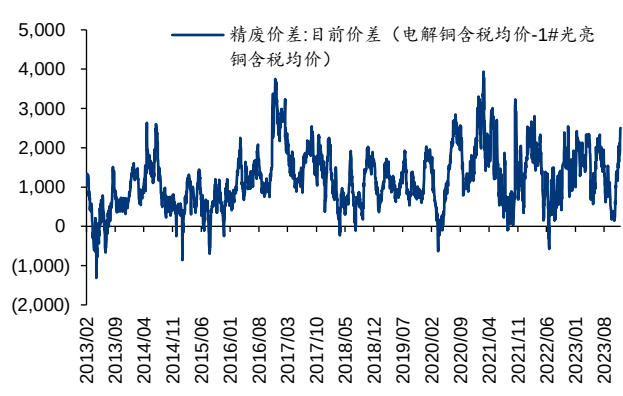
资料来源：SMM，华泰研究

图表32：国内铜冶炼 TC（美元/吨）



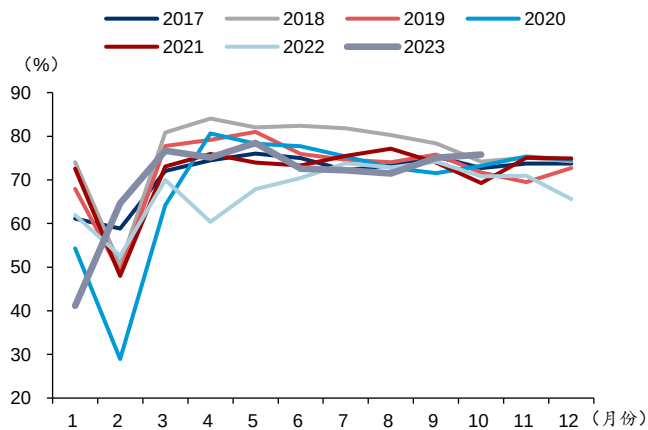
资料来源：Wind，华泰研究

图表33：铜精度价差（元/吨）



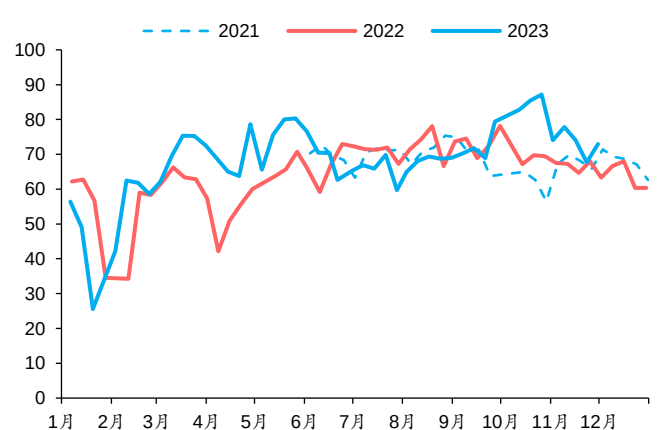
资料来源：SMM，华泰研究

图表34：国内铜材开工率（%）



资料来源：SMM，华泰研究

图表35：国内电解铜杆开工率（%）



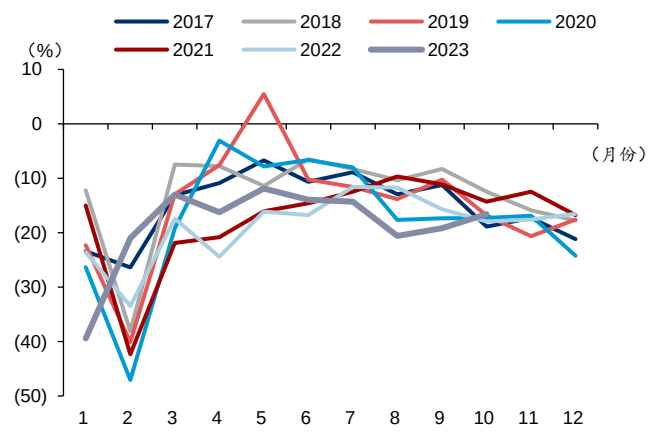
资料来源：SMM，华泰研究

图表36：国内再生铜杆开工率（%）



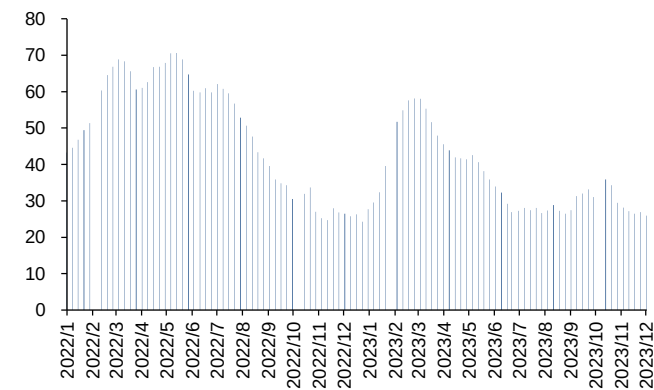
资料来源：SMM，华泰研究

图表37：开工率：铜材-铜冶炼（%）



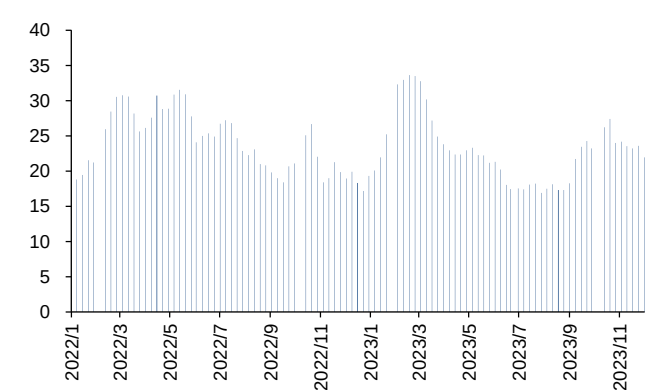
资料来源：SMM，华泰研究测算

图表38：全球可统计库存（交易所+国内社会库存）（万吨）



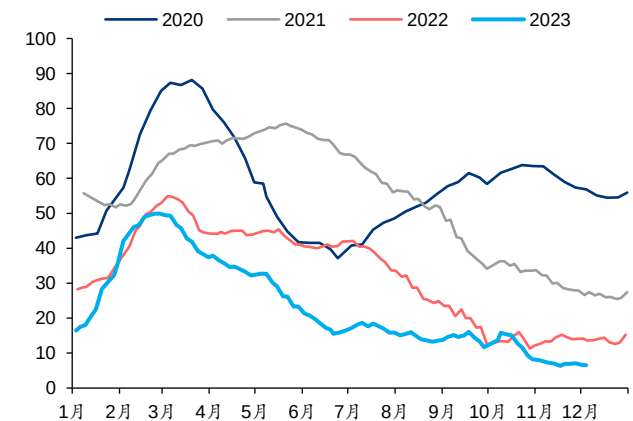
资料来源：SMM，华泰研究

图表39：全球三大交易所库存（万吨）



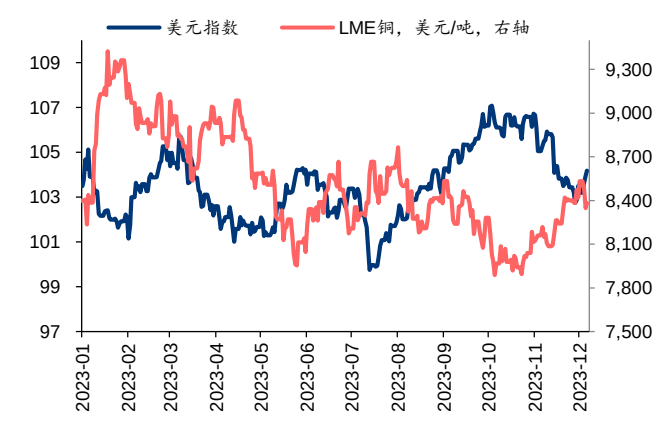
资料来源：SMM，华泰研究

图表40：国内社会库存（含保税区）（万吨）



资料来源：SMM，华泰研究

图表41：美元指数与铜价



资料来源：Wind，华泰研究