



2024年4月2日

巴拿马铜矿持续中断对二季度铜价的影响

核心观点及策略

- 当前巴拿马铜矿停产引发铜精矿市场对供应紧缺的担忧持续升温，全球矿端的供应增速将出现明显下调，近期现货TC加工费不断创下历史新低，中国冶炼企业部分亏损产能被迫减产运行且检修周期不断延长，国内精铜二季度紧平衡预期持续升温，整体矿冶的基本面从略过剩转向持续偏紧的底层逻辑变化将对二季度铜价形成较强支撑。
- 目前正值巴拿马国内选举新任总统，第一量子预计将于5月底后与新一届政府进行铜矿重启谈判，我们预计在巴拿马本国经济增幅放缓，投资评级下调至“BBB-”以及财政收入大幅下滑的压力下，新任政府或将积极展开与第一量子的项目重启谈判，乐观预计该项目将于今年年中复产，全球矿端的供应增量将下调至60万吨，增速将放缓至2.6%，若出现极端情况不复产，全球供应增量将进一步下调至40万吨，增速将显著放缓至1.9%。
- 整体来看，巴拿马铜矿复产时间将成为影响二季度铜价走势的重要变量，目前国内部分冶炼亏损产能将被迫停产，尤其是年初签订长单加工费比例较低的中小冶炼厂，而国内二季度的精铜消费有积极复苏的预期，在阶段性供需错配的结构下国内去库预期不断强化，整体偏紧的基本面预期将对二季度铜价形成较强的成本支撑。
- 风险因素：巴拿马铜矿重启谈判失败，将进入无限期停产

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

一、事件

2023年10月底巴拿马原总统与First Quantum(第一量子集团)就Cobre Panama(巴拿马铜矿)的长期合作签订了一份有效期长达20年的新合约,新合同的条款将保证巴拿马政府每年最低3.75亿美元的收入,第一量子在11月中旬支付了从2021年12月至2023年10月期间的税收和特许权使用费共计5.67亿美元,该铜矿的就业人口占该国总就业人口的2%以上,对巴拿马的总体经济贡献每周超过5000万美元,约占该国GDP总额的5%。

而仅仅两周以后,巴拿马立法者却意外批准了一项旨在撤销第一量子 and 巴拿马政府签订的新合约的法案,巴拿马最高法院将启动裁定该合约是否违背宪法的程序,由于新的宪法规定将禁止巴拿马未来所有的采矿特许权,包括矿山的勘探、开采和运输等。11月底,巴拿马最高法院驳回了批准第一量子续签项目开采权的合约,最终裁定该合同违背宪法,法院院长表示在审批过程中该合同遭到全票反对,并申明其将坚定不移地致力于遵守该国资源运营方面的监管规定。与此同时,推动关闭矿场的民间抗议者阻止该矿场关键物资的供应,第一量子位于蓬塔林孔国际港口的运输船只遭到封锁,巴拿马总统于12月初正式宣布关闭巴拿马铜矿,年产逾30万吨金属铜的大型矿山进入了无限期暂停阶段,该矿山开采、运输和销售等活动已全部中断,目前对短期全球铜精矿市场供应造成较大负面影响,现货TC大幅降至冰点,拖累今年全球精矿供应增速明显下滑。

二、巴拿马铜矿中断对二季度铜价的影响

季报显示,2023年第一量子全年累计铜产量为70.8万吨,同比下降8.8%,其中第四季度铜产量仅为16万吨,环比下降27.7%,同比下降22.2%。其中巴拿马铜矿去年累计铜产量为33.1万吨,同比下降5.6%,其中第四季度产量大幅降至6.3万吨,环比骤降44.5%,主因港口和道路遭遇封锁,关键物资供应中断,生产活动全面暂停,与此同时,第一量子也将2024年铜指导产量大幅下调至37-42万吨。

由于巴拿马国内目前正在选举新任总统,新一届政府预计将于5月底选举后上台,届时第一量子和新任政府关于重启铜矿的合同谈判才会开启。我们乐观预计巴拿马铜矿于年中逐渐复产投入运营,在全球其余矿山普遍干扰率偏低的情况下,将导致我们年初预估的今年精矿供应增量从85万吨下调至60万吨左右,供应增速从3.6%下调至2.7%,如果复产的预期

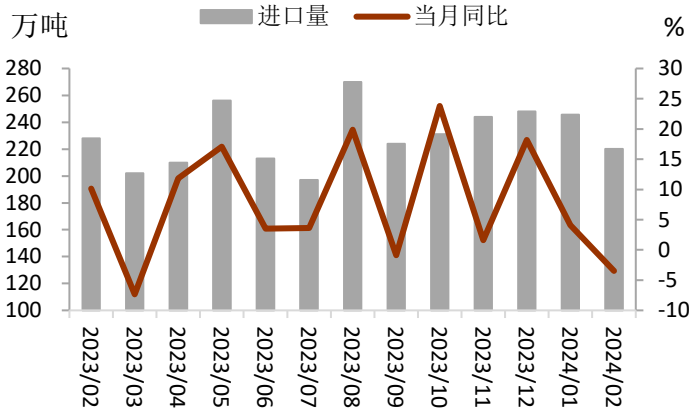
更为悲观，即新一届政府仍无法修改当前宪法或重新签订合作协议导致巴拿马铜矿年中无法复产，我们将大幅下调今年增量预期至 45 万吨，供应增速将进一步下调至 1.9%，全球精矿中期供应趋紧的预期将持续升温，现货加工费 TC 将继续向极端方向演绎或中长期维持较低水平，也将导致中国多家冶炼厂进入更大范围和历时更久的停产检修周期。4 月开始，国内炼厂将进行集中检修，粗略估计本次检修影响的国内粗炼产能将达 200-250 万吨，或影响精铜减少的产量将达 10-15 万吨。与此同时，CSPT 小组于上周召开会议达成联合减产共识，试图促进短期 TC 的合理回归，预计本次整体减产幅度将达 5%-10%，进一步增强二季度供应偏紧的预期。消费端来看，随着涉及精铜消费的传统产业包括电网投资、白色家电，传统汽车的旺季来临以及新兴产业端风电光伏装机容量的稳步推进和新能源汽车产销的持续发力，二季度国内精铜的供需紧平衡甚至出现略有短缺的预期仍在不断强化，国内第二季度或将是一个快速去库的过程，整体矿冶的基本面从略过剩到略偏紧的底层逻辑变化将对铜价中期形成较强支撑。

三、何时复产及后市铜价展望

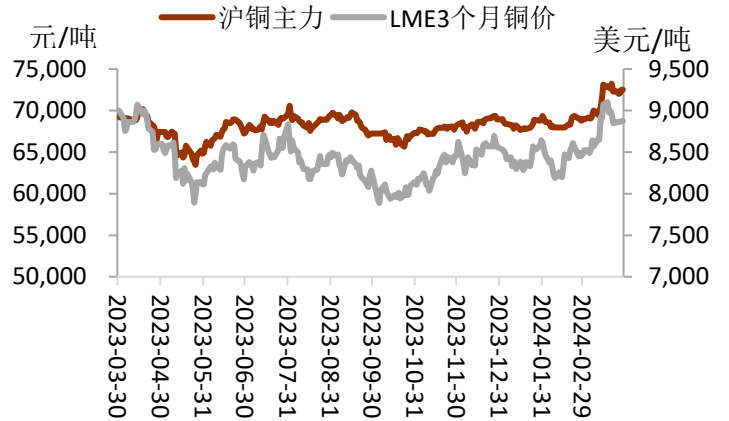
全球三大评级机构之一的惠誉于今年 2 月警告巴拿马政府关闭这座大型矿山将带来的经济增长前景放缓和财政疲软的压力，或将对该国的“BBB-”的投资评级和其赤字预测带来更大的下调风险，IMF 数据显示由于该项目的关闭将导致巴拿马 2024 年的经济增长从 7.5% 放缓至 2.5%。加拿大贸易部长近期表示，关闭巴拿马铜矿的成本预估在 8 亿美元，该国将尽一切努力支持第一量子公司取得项目运营的进展，加拿大政府正密切关注局势发展，争取在巴拿马新任政府上台以后的第一时间与其外长取得联系积极推进项目谈判。我们认为由于巴拿马铜矿占该国 GDP 的比重较高，面对经济增长放缓、投资评级下调以及财税收入大幅下降等多重压力下，新任政府上台后将倾向于展开铜矿项目重启谈判，修订宪法条款，聚焦经济增长，实现充分就业，实现本国利益最大化。因此我们认为巴拿马铜矿或将于今年年中左右复产的概率较大，若 6 月左右复产，其因生产运营中断损失的铜产量预计将达 15-20 万吨，将拖累全球铜矿供应增量下调至 60 万金属吨，增速下滑至 2.6%。由于供应中断市场对精矿短缺的恐慌情绪仍在蔓延，现货 TC 不断创下历史新低，在此情况下国内部分冶炼厂产能将被迫停产，尤其是年初签订长单加工费比例较低的中小冶炼厂，而国内二季度的精铜消费有积极复苏的预期，在阶段性供需错配的结构下国内去库预期不断强化，紧平衡预期持续升温，整体偏紧的基本面预期将对二季度铜价形成较强的成本支撑。

四、相关图表

图表1 铜矿砂及精矿进口量

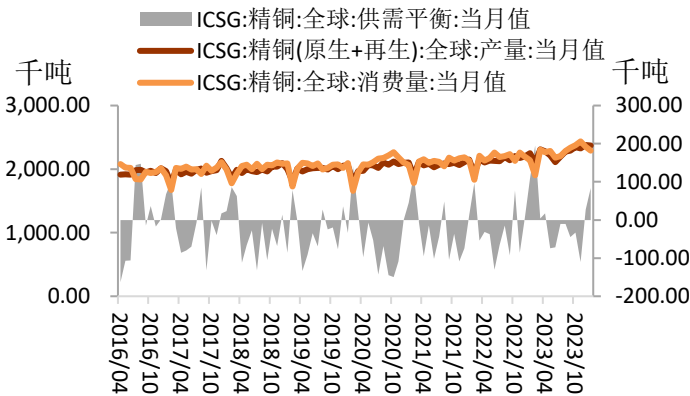


图表2 LME铜和SHFE铜价走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表3 全球精铜供需平衡



图表4 全球铜供需平衡表预估

全球铜供需平衡表(万吨)				
	2022	2023	2024E	2025E
铜精矿产量	2189.6	2214	2272	2310
同比增速	3.54%	1.11%	2.62%	1.67%
精炼铜产量	2564.8	2708	2770	2810
同比增速	3.40%	5.58%	2.29%	1.44%
精炼铜消费量	2596.6	2708	2780	2830
同比增速	3.12%	4.29%	2.66%	1.80%
过剩/短缺	-31.8	0	-10	-20

数据来源: iFinD, ICSG, 铜冠金源期货

图表5 现货TC走势



图表6 COMEX库存和注销仓单



数据来源: iFinD, ICSG, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。