

# 铜矿企业生产情况汇总及铜企业套保策略建议

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号: F03036024

投资咨询号: Z0014660

联系人

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangywu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

## 近期市场背景及主要铜矿企业情况描述

近期市场受到特朗普关税政策相对多变的扰动，包括黄金在内的资产价格均出现了较大波动，但铜价自清明假期后出现大幅低开后，并未出现进一步的走低。这在很大程度上源于目前铜矿供应增长相对缓慢，矿端干扰因素较多。叠加近期位于秘鲁的Antamina 铜矿发生事故，生产暂时中断。因此当下铜价表现相对坚挺，并未跟随黄金出现大幅回调。

我司在汇总了多数矿区 2024 年年报以及 2025 年 Q1 财务报表后发现，多数企业 2025 年 Q1 铜精矿产量出现环比下降，BHP 环比下降 3.09%，Antofagasta 环比下降 25.39%，Rio Tinto 环比下降 4.15%。

同时在资本支出方面，虽然多数企业在 2024 年以及针对 2025 年的资本支出计划中仍然维持着一定的投入比例，但可以明显发现其中用于项目可行性调研以及原有项目维护的占比相对较高。而真正能够在短时间内转化为实际铜精矿产出的部分或许仍较为有限。

因此虽然当下特朗普关税政策对于商品需求将会有多少大的冲击实则暂时难以非常量化地进行衡量，并且其政策的多变与不确定性也给市场带来诸多困扰。但反观铜品种矿端供应偏紧却是相对确定的因素，故在当下特殊的阶段，供应端的情况决定铜价格或许难有大幅下跌的可能。

## 套保策略建议

目前有买入套期保值需求的企业可当铜价在 74,000 元/吨下方时加大套保力度。而卖出套保则建议当铜价接近 83,000 元/吨的位置时再开始逐步抬高套保比例。

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 近期市场背景及主要铜矿企业情况描述.....                     | 1  |
| 套保策略建议 .....                               | 1  |
| 部分矿企 2025 年 Q1 产量出现环比下降之迹象 .....           | 3  |
| BHP .....                                  | 3  |
| Grupo México & Southern Copper (已合并) ..... | 4  |
| Freeport-McMoRan (自由港) .....               | 5  |
| First Quantum.....                         | 6  |
| Antofagasta.....                           | 7  |
| Anglo American.....                        | 8  |
| Rio Tinto.....                             | 9  |
| Glencore .....                             | 10 |
| Teck resources limited.....                | 11 |
| 紫金矿业 .....                                 | 12 |
| 总结与套保建议 .....                              | 13 |

## 图表

|  |    |
|--|----|
| 表 1: BHP 集团旗下各矿区产量 (万吨) .....                                  | 3  |
| 表 2: BHP 总产量 (万吨) .....  | 4  |
| 表 3: GRUPO MÉXICO& SOUTHERN COPPER 集团旗下各矿区产量 (万吨) .....        | 4  |
| 表 4: GRUPO MÉXICO& SOUTHERN COPPER 集团旗下 2024 年资本支出 (亿美元) ..... | 5  |
| 表 5: FREEPORT 季度产量 (万吨) .....                                  | 5  |
| 表 6:FREEPORT-MCMORAN 2024 年资本支出 (亿美元) .....                    | 6  |
| 表 7: FREEPORT-MCMORAN 各地区产量汇总 (亿美元) .....                      | 6  |
| 表 8: FIRST QUANTUM 季度产量 (万金属吨) .....                           | 7  |
| 表 9:FIRST QUANTUM 各个矿区产量 (万吨) .....                            | 7  |
| 表 10: ANTOFAGASTA 铜精矿季度产量 (万吨: 金属吨) .....                      | 8  |
| 表 11: ANTOFAGASTA 铜精矿分矿山产量 (万吨: 金属吨) .....                     | 8  |
| 表 12:ANGLO AMERICAN 旗下各弄过去产量汇总 (万吨) .....                      | 9  |
| 表 13: RIO TINTO 各矿区产量汇总 (万吨) .....                             | 9  |
| 表 14: GLENCORE 各矿区铜产量汇总 (万吨) .....                             | 10 |
| 表 15:2024 年 TECK 各矿山产量汇总 (万吨: 金属吨) .....                       | 11 |
| 表 16:紫金矿业个矿区产量汇总 (万吨) .....                                    | 12 |
| 表 17: 紫金矿业 2024 年资本支出汇总 (亿元人民币) .....                          | 13 |

## 部分矿企 2025 年 Q1 产量出现环比下降之迹象

### BHP

矿业巨头必和必拓 (BHP) 在全球布局四座核心铜矿资产，包括智利境内的埃斯康迪达 (Escondida) 与潘帕诺特 (Pampa Norte) 矿区、秘鲁的安塔米纳 (Antamina) 矿区，以及澳大利亚的奥林匹克坝 (Olympic Dam) 矿区。

据 BHP 集团年度财报披露，2024 财年公司铜精矿总产量达 146.17 万吨，同比增幅 21.9%。这一增长主要得益于埃斯康迪达矿区开采规模扩大，其选矿厂处理量提升且进料品位由 0.85% 升至 1.05%。不过全堆浸技术项目的持续整合导致阴极铜计划产量下调，部分抵消了整体增长。

2025 财年第一季度，BHP 铜总产量 37.96 万吨。其中埃斯康迪达矿区在 2025 财年初至今 (YTD) 实现 20% 的铜产量跃升，累计产铜 97.8 万吨<sup>1</sup>，全年产量指引维持 118-130 万吨区间。尽管遭遇工会罢工、科洛索港海浪冲击及智利全国停电等挑战，但运营优化仍支撑产量预期偏向区间高位。该矿区选矿厂 2025 财年进料品位预测值上调至 0.95% 以上 (原预期 0.90%)。

潘帕诺特矿区 2025 财年 YTD 产铜 19.4 万吨，同比减少 3%。旗下斯宾塞 (Spence) 矿维持 24-27 万吨的年度产量指引，当前产量预期同样位于区间上限。而科罗 Colorado 矿仍处于临时维护状态，2024 上半年贡献 1.1 万吨产量。

澳大利亚铜业板块 2025 财年 YTD 产铜 22.4 万吨，同比下滑 4%，年度产量目标保持 30-32.5 万吨不变。

表 1：BHP 集团旗下各矿区产量（万吨）

| 矿区                     | 2024 产量 | 同比      | 2025Q1 | 同比      | 环比     |
|------------------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| Escondida              | 10.58   | +24.41% | 28.84  | +20.57% | -2.37% |
| Pampa Norte            | 1.51    | +11.50% | 3.61   | -8.61%  | -1.4%  |
| Copper South Australia | 1.03    | +45.62% | 2.23   | -4.29%  | -13.9% |
| Antamina <sup>2</sup>  | 1.39    | +0.87%  | 3.09   | -8.85%  | 1.3%   |

<sup>1</sup>. 澳大利亚财年为每年 7 月 1 日至次年 6 月 30 日，故文中所提及的 2025 年财年初至今实则为 2024 年 7 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日。

<sup>2</sup>. 此处 Antamina 产量统计口径仅为 BHP 旗下股权所对应的产量，并非该矿区全部产量。2024 年该矿区总产量

|         |      |         |      |         |        |
|---------|------|---------|------|---------|--------|
| Carajás | 0.11 | 128.39% | 0.19 | -38.83% | -36.7% |
|---------|------|---------|------|---------|--------|

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

表 2: BHP 总产量（万吨）

| 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 33.9   | 37.04  | 36.09  | 39.14  | 37.96  |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

### Grupo México & Southern Copper (已合并)

Grupo México 年度报告揭示，2024 年其铜精矿总产量达 108.6 万吨，同比提升 5.45%。这一增长主要得益于秘鲁南部矿区 10.7% 的显著增产，以及墨西哥矿业公司 (Minera Mexico) 4.3% 的产量攀升。第四季度，相较于 2023 年同期，产量微增 0.8%，此积极态势源自 Buenavista 矿区 12.2% 的强劲增长、IMMSA 公司 3.5% 的稳步提升及 Cuajone 矿区 2.1% 的增量贡献，这些均得益于矿石品质与回收效率的双重提升。然而，Toquepala 矿区 11.4% 的减产和 La Caridad 矿区 1.9% 的轻微下滑部分抵消了上述正面影响，特别是 Toquepala 的减产系两座选矿厂按计划进行预防性维护所致。

Southern Copper 在 2024 年实现铜总产量 97.39 万吨，同比增长 6.9%，该增幅反映了所有运营项目产量的全面增长。年度产量的提升主要归功于其在秘鲁运营项目的 10.7% 增长，以及在墨西哥运营项目的 4.3% 稳健增长。

表 3: Grupo México& Southern Copper 集团旗下各矿区产量（万吨）

| 矿山         | 2024 产量 | 同比     | 2023 产量 |
|------------|---------|--------|---------|
| La Caridad | 9.37    | 6.72%  | 8.78    |
| Buenavista | 34.9    | 6.08%  | 32.9    |
| Cuajone    | 16.49   | 3.58%  | 15.92   |
| Toquepala  | 22.52   | 12.77% | 19.97   |
| 其他         | 25.32   |        | 25.42   |
| 合计         | 108.6   | 5.45%  | 102.99  |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

在资本支出方面，公司 2024 年总支出在 9.81 亿美元，不过其中大部分 (5.85 亿美元)

约在 40 万吨左右，并且全文中该矿区在各公司财报中均以相应股权份额计算。

则是用于了部分项目的维修之上。

表 4: Grupo México & Southern Copper 集团旗下 2024 年资本支出（亿美元）

| 类别   | 金额    | Main Projects                          |
|------|-------|--|
| 维修   | 5.85  | New Rail & Ties                        |
|      |       | Locomotive and Machinery Overhauls     |
|      |       | Track maintenance                      |
|      |       | Tools and equipment                    |
| 增长   | 1.06  | Bridges, Cuts and Slopes Stabilization |
|      |       | “Pesqueria” Branch                     |
|      |       | Sales & Marketing Project's            |
|      |       | Siding enlargement                     |
| 特别项目 | 1.839 | Bowden - Sunbeam Double Track          |
|      |       | Celaya Bypass                          |
|      |       | “El Mexicano” Tunnel Rehabilitation    |
|      |       | Monterrey Bypass                       |
| 效率   | 1.06  | Safety Program                         |
|      |       | Track Equipment                        |
|      |       | Yards reconfiguration                  |
|      |       | Digital infrastructure                 |
|      |       | Telecommunication equipment            |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

### Freeport-McMoRan (自由港)

据年报数据显示，Freeport-McMoRan2024 年铜产量为 191.14 万吨，同比微增 0.05%，这主要是由于其印尼地区的铜精矿产量大幅上升。来自北美地区的铜精矿产量为 56.52 万吨，同比下降 7.7%，来自南美地区的铜精矿产量为 52.98 万吨，同比下降 2.83%，来自印尼地区的产量为 81.65 万吨，同比上升 8.43%。

表 5: Freeport 季度产量（万吨）

| 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 |
|--------|--------|--------|--------|
| 49.22  | 46.94  | 47.67  | 47.22  |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

表 6:Freeport-McMoRan 2024 年资本支出（亿美元）

| 地区 | 2024 产量 | 同比     | 2023 产量 |
|----|---------|--------|---------|
| 北美 | 56.52   | -7.70% | 61.23   |
| 南美 | 52.98   | -2.83% | 54.52   |
| 印尼 | 81.65   | 8.43%  | 75.30   |
| 合计 | 191.14  | 0.05%  | 191.05  |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

表 7: Freeport-McMoRan 各地区产量汇总（亿美元）

| 季度       | CAPEX  |
|----------|--|
| 2024Q1   | 13 亿美元，其中 4 亿美元用于重大采矿项目，5 亿美元用于印度尼西亚的冶炼厂项目。                    |
| 2024Q2   | 11 亿美元，其中 4 亿美元用于重大采矿项目，3 亿美元用于印尼自由港公司（PT-FI）的新下游加工设施。         |
| 2024Q3   | 12 亿美元，其中 4 亿美元用于重大采矿项目，3 亿美元用于印尼自由港公司（PT-FI）的新下游加工设施。         |
| 2024Q4   | 12 亿美元，其中 6 亿美元用于大型采矿项目，2 亿美元用于印尼自由港公司（PT-FI）的新冶炼厂和贵金属精炼厂（PMR） |
| 2024 年合计 | 48 亿美元，其中 21 亿美元用于大型采矿项目，11.7 亿美元用于 PT-FI 的新下游加工设施。            |
| 2025E    | 约为 50 亿美元，其中 28 亿美元用于大型采矿项目，6 亿美元用于 PT-FI 的新下游加工设施             |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

### First Quantum

First Quantum 旗下有 3 座正在生产的铜矿山，分别为巴拿马的 Cobre Panama 矿（权益占比 90%）、赞比亚的 Kansanshi 矿（权益占比 80%）以及 Sentinel 矿（权益占比 100%）。据年报数据表明，2024 年其铜产量达 39.61 万吨，相较于 2023 年 67.7 万吨的产量，同比下降了 41.49%。具体来看：

- Kansanshi 矿全年产量为 13.6 万吨，较 2023 年增长 30.52%，这得益于矿石品位的上升；
- Sentinel 矿全年产量是 23.08 万吨，与 2023 年相比增长 7.85%，原因是吞吐量及回收率有所提高，不过部分增量因矿石品位下降而被抵消。
- Cobre Panama 矿全年产量为 0，和 2023 年相比下降 100%，原因是该矿已进入维护与安全管理阶段，生产活动已经停止。

预计 2025 财年，其铜精矿产量大致在 38 - 44 万吨之间。

**表 8: First Quantum 季度产量 (万金属吨)**

| 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3  | 2024Q4  |
|--------|--------|---------|---------|
| 9.4676 | 9.3505 | 10.5948 | 10.1953 |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

而在资本支出方面，2024 年 First Quantum 计划投入 12.94 亿美元，其中 12.86 亿美元用于资本项目。相较于 2023 年，该年度资本支出缩减了 1400 万美元，主要源于两大项目的阶段调整：Cobre Panamá 进入维护与安全管理 (P&SM) 期，Ravensthorpe 转入保养与维护 (C&M) 阶段。此外，随着 Enterprise 项目于 6 月 1 日正式投产，其相关投入亦呈现下降趋势。然而，Kansanshi 铜矿 S3 扩建工程的增量投资及 La Granj 项目的持续投入，对整体资本开支的下行压力形成了部分对冲。

**表 9:First Quantum 各个矿区产量 (万吨)**

| 矿山                    | 2024        | 同比            | 2023       | 备注                           |
|-----------------------|-------------|---------------|------------|------------------------------|
| Kansanshi             | 13.6        | 30.52%        | 10.42      |                              |
| sentinel              | 23.08       | 7.85%         | 21.4       |                              |
| Cobre Panamá          | 0           | -100.00%      | 33.09      | 处于纳入 P&SM 阶段，生产已暂停，产量指引也已中止。 |
| Las Cruces            | 0           | -100.00%      | 0.39       |                              |
| <b>Guelb Moghrein</b> | <b>1.78</b> | <b>36.92%</b> | <b>1.3</b> | <b>(铜精矿：万吨)</b>              |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

### Antofagasta

Antofagasta 在智利运营着四座矿山。根据其年报数据，2024 年该公司铜精矿总产量达到 44.15 万金属吨，其中 Los Pelambres 和 Centinela 两座主力矿山分别贡献了 31.96 万吨和 12.18 万吨。预计未来一年，公司铜精矿总产量将介于 47 至 53 万吨之间。与 2023 年的 46.27 万吨相比，2024 年产量下降了 4.60%。具体来看，Los Pelambres 产量增长得益于 Phase 1 Expansion Project 完工后矿石处理率的提升，这增加了可用水量并提高了处理能力，从而弥补了计划内矿石品位下滑的影响；而 Centinela 则因矿石品位下降导致产量减少。

进入 2025 年第一季度，Antofagasta 铜精矿总产量为 10.58 万吨，其中 Los Pelambres 和 Centinela 分别产出 6.99 万吨和 3.59 万吨。相较于 2024 年第四季度，2025 年 Q1 的铜产

量环比下降了 25.7%，但同比 2024 年 Q1 则上升了 34.78%。Los Pelambres 一季度产量同比增长 26%，主要得益于去年同期管道维护工作的完成，部分抵消了按计划进行的品位下降影响，尽管 2025 年 2 月全国范围停电对矿石处理速度造成了一定干扰。然而，环比来看，该矿山产量下降了 27%，原因是处理能力降低、品位下滑以及 2024 年第四季度管道维护结束后库存耗尽。另一方面，Centinela 一季度产量同比激增 56%，反映出铜品位和矿石处理效率的显著提升，但环比下降 23%，主要是由于期间安排的维护活动导致矿石处理速度减慢，加上品位和回收率有所下降。

表 10: Antofagasta 铜精矿季度产量（万吨：金属吨）

| 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 7.83   | 9.78   | 12.36  | 14.18  | 10.58  |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

表 11: Antofagasta 铜精矿分矿山产量（万吨：金属吨）

| 矿山            | 2024  | 同比     | 2023  | 2025Q1 | 同比     | 环比      |
|---------------|-------|--------|-------|--------|--------|---------|
| LOS PELAMBRES | 31.96 | 6.43%  | 30.03 | 6.99   | 26%    | -27.00% |
| CENTINELA     | 12.18 | -25%   | 16.24 | 3.59   | 56%    | -23.00% |
| 总计            | 44.14 | -4.60% | 46.27 | 10.58  | 34.78% | -25.70% |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

在资本支出 (CAPEX) 方面，2024 年 LOS PELAMBRES 矿的资本投入为 8.33 亿美元，较 2023 年的 8.971 亿美元有所下降。具体来看，其支出包括 5.479 亿美元的维护性资本开支、1.362 亿美元的矿山扩建费用以及 1.489 亿美元的开发性投资。同期，CENTINELA 矿的资本支出显著增加至 14.14 亿美元，高于 2023 年的 10.446 亿美元。该矿的支出构成中，2.108 亿美元用于矿山开发，2.401 亿美元为维护性资本支出，而高达 9.631 亿美元则用于开发性投资，其中 8.776 亿美元直接关联到 CENTINELA 第二选矿厂项目。

### Anglo American

Anglo American 在智利和秘鲁共运营四座矿山。据年度报告，2024 年其铜精矿总产量达 74.55 万吨，其中智利与秘鲁矿山分别贡献 43.92 万吨和 30.63 万吨。智利矿区 2024 年产量较上年 50.7 万吨减少 8%，主要因 Los Bronces 小型选矿厂按计划关闭、矿石品位预期下滑（由 0.51% 降至 0.47%），以及 Collahuasi 铜矿回收率与矿石品质同步下降。同期，秘鲁铜矿产能同比下降 4% 至 30.63 万吨，系因矿石品位预估降低（从 2023 年的 0.96% 降至 2024 年的 0.76%），进而影响回收效率。

表 12: Anglo American 旗下各矿过去产量汇总（万吨）

| 矿山               | 国家 | 2024  | 同比      | 2023  |
|------------------|----|-------|---------|-------|
| Los Bronces mine | 智利 | 14.52 | -21.43% | 18.48 |
| Collahuasi       | 智利 | 24.58 | -2.54%  | 25.22 |
| El Soldado mine  | 智利 | 4.82  | 22.03%  | 3.95  |
| Quellaveco mine  | 秘鲁 | 30.63 | -3.98%  | 31.9  |
| 合计               |    | 74.55 | -6.29%  | 79.55 |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

资本开支方面，Anglo American 旗下智利铜矿行业呈现 8%的降幅，降至 11.61 亿美元（上年度为 12.68 亿美元）。这一调整主要源于本地货币贬值及 Los Bronces 矿区实施的成本控制策略，尽管 Collahuasi 矿区海水淡化设施建设的资金需求上升对降幅有所缓冲。与此同时，秘鲁铜矿领域的投资增长 5%至 4.37 亿美元（前值 4.16 亿美元），得益于 Quellaveco 矿山于 2023 年中期正式投产后维护性投资的增加。然而，随着项目收尾阶段扩张性资本投入的缩减，部分抵消了整体的增长势头。

### Rio Tinto

力拓集团（Rio Tinto）当前运营三处核心铜矿资产。据年度报告披露，2024 财年其铜精矿总产量达 261.92 万吨，其中第四季度产出 76.15 万吨。公司预计未来 12 个月铜金属总产量将达 78 万吨，较 2023 年 225.69 万吨的铜精矿总产量实现 16.05%的显著增长。

2024 年度矿铜产量 69.7 万吨，同比增幅 13%，主要得益于奥尤陶勒盖地下矿区产能持续释放，以及埃斯康迪达矿因入选矿石品位提升（由 0.83%增至 0.99%）带来的增量。不过肯尼科特矿因二季度出现的矿坑壁稳定性问题导致开采序列调整，部分抵消了整体增长。

2025 年第一季度，力拓铜精矿总产量 72.99 万吨，环比 2024 年四季度下降 4.15%，但较去年同期增长 27.16%。

表 13: Rio Tinto 各矿区产量汇总（万吨）

| 矿山              | 2024   | 同比     | 2023     | 2025Q1 | 同比     | 环比     |
|-----------------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| Oyu Tolgoi mine | 99.40  | 24.92% | 79.57    | 30.34  | 45.53% | -1.28% |
| Kennecott       | 52.74  | -8.93% | 57.91    | 13.09  | 3.24%  | -9.27% |
| Escondida       | 109.78 | 24.45% | 88.21    | 29.56  | 23.87% | -4.58% |
| 合计              | 261.92 | 16.05% | 225.6916 | 72.99  | 27.16% | -4.15% |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

在资本支出 (CAPEX) 规划方面，2024 年计划对犹他州 Kennecott 矿南壁实施二期延拓工程，通过剥离作业及配套基建升级（含尾矿库扩容），可确保矿山服务年限延长 6 年，并支撑 2026-2032 年期间在新矿区持续开采，总投资达 18 亿美元。同时，推进 Kennecott 矿北缘矽卡岩区地下开发项目，涉及 6 亿美元资金投入。此外，奥尤陶勒盖 (Oyu Tolgoi) 铜矿开发项目预计 2028-2036 年进入产出期，届时年均铜产量将达 50 万吨，对应 70.6 亿美元投资规模。

### Glencore

2024 年度，嘉能可 (Glencore) 铜精矿总产量达 55.8 万金属吨，同比 2023 年的 61 万吨缩减 8.52%。其中，南非矿区 Collahuasi 因矿石品质下滑及回收效率降低导致产能减少；南美矿区 Antapaccay 则面临剥采比攀升压力，叠加二季度地质技术难题引发的开采序列延误，进一步拖累产出表现。作为公司铜矿业务核心支撑的 South America 与 African Copper 两大区域具体生产情况如下：

表 14: Glencore 各矿区铜产量汇总 (万吨)

| copper metal   | 2024  | 同比       | 2023   |
|--|-------|----------|--------|
| KCC  | 19.06 | -7.66%   | 20.64  |
| Mutanda  | 3.39  | -3.42%   | 3.51   |
| Collahuasi   | 24.58 | -2.54%   | 25.22  |
| Antamina   | 14.47 | 1.62%    | 14.24  |
| Antapaccay   | 14.58 | -15.72%  | 17.3   |
| Lomas Bayas  | 7.41  | 12.61%   | 6.58   |
| Cobar  | 0     | -100.00% | 1.5    |
| Kazzinc  | 1.74  | 17.57%   | 1.48   |
| Mount Isa  | 6.74  | -2.46%   | 6.91   |
| Kidd   | 1.83  | -19.03%  | 2.26   |
| Integrated Nickel Operations (Sudbury, Raglan, Nikkelverk) | 1.36  | -0.73%   | 1.37   |
| 总计   | 95.16 | -5.79%   | 101.01 |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

CAPEX 方面，2024 年，Glencore 已资本化的资本支出为 71.18 亿美元 (2023 年为 60.74 亿美元)，较上年同期增加了 10.44 亿美元 (17%)。剔除 EVR 项目后，Glencore 的资本支出增加了 3.49 亿美元 (6%)，主要体现铜业务部门，原因是购置了更多的采矿

设备，推进了多个关键项目，其中包括科亚瓦西（Collahuasi）的大型海水淡化厂，并且Glencore 在南美洲（秘鲁和阿根廷）的投资组合中的增长型项目活动也有所加快。

### Teck resources limited

泰克资源（Teck）运营的四大矿山包括 Quebrada Blanca（QB）、Highland Valley Copper（HVC）、Antamina 与 Carmen de Andacollo。2024 年度，公司铜精矿产量达 44.6 万金属吨，较上年 28.91 万吨激增 54.27%，核心驱动力来自 QB 矿区全年产能阶梯式增长，其第四季度产出 6.07 万吨，第三季度为 5.25 万吨。QB 第四季度产量提升既得益于矿石品位按计划回升，亦源于回收率优化——后者系第三季度磨矿浮选工艺改进的持续效益。2025 年 1 月，QB 因计划检修延长至 18 天，复产后按既定日程推进过渡矿石处理工作。2024 年分季度及各矿区具体产量数据如下：

表 15:2024 年 Teck 各矿山产量汇总（万吨：金属吨）

| 矿山                     | 2024 产量 | 同比      | 2023  | 2025E   |
|------------------------|---------|---------|-------|---------|
| Quebrada Blanca        | 20.78   | 274.41% | 5.55  | 23—27   |
| Highland Valley Copper | 10.24   | 3.64%   | 9.88  | 13.5—15 |
| Antamina               | 9.61    | 0.84%   | 9.53  | 8—9     |
| Carmen de Andacollo    | 3.97    | 0.51%   | 3.95  | 4.5—5.5 |
| 合计                     | 44.6    | 54.27%  | 28.91 | 49-56.5 |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

在资本支出方面，Teck 2024 年用于维持生产的资本开支达 6.54 亿美元，而增长项目的资本开支为 13.23 亿美元，总计 19.77 亿美元。其中，增长型资本支出涉及可行性研究、详细工程推进、项目执行规划，以及推动 Highland Valley Copper 的 MLE 项目、San Nicolás 项目和 Zafranal 项目的审批进程。对于 2025 年，Teck 预计在铜业务的增长型资本支出上投入约 4.3 亿至 4.85 亿美元，这包括为 HVC MLE 项目拨款 1 亿至 1.1 亿美元，为 Zafranal 项目拨款 2.2 亿至 2.4 亿美元。当前，这两个项目正专注于详细的工程设计、规划及执行计划的制定，这是满足全面批准所需投资要求的关键步骤。特别是 Zafranal 项目，除工程和规划外，Teck 还计划在 2025 年进行前期的高级准备工作，以确保项目一旦获批即可立即动工。

## 紫金矿业

紫金矿业目前运营着 11 座铜矿，据年度报告披露，其在 2024 年的铜产量总计达到 106.85 万吨。第四季度（Q4）的产量为 27.9 万吨，预计下一财年的总产量将增至 115 万吨。与 2023 年相比，2024 年的铜产量增长了 6.07%，新增产量为 6.12 万吨。进入 2025 年后，第一季度（Q1）的铜总产量达到了 28.76 万吨，这不仅比 2024 年第四季度增长了 3.07%，而且相较于 2024 年同期也实现了 9.49% 的增长。

2024 年，公司加速推进多项关键项目：1. 塞尔维亚丘卡卢-佩吉与博尔铜矿联合项目正全力推进年产 45 万吨铜的改扩建工程，旨在打造欧洲领先的矿产铜企业，并有望跃居欧洲首位。2. 西藏巨龙铜业二期扩建完成后，年产能将达 30-35 万吨铜，成为国内最大且本世纪全球投产规模最大的单体铜矿；若三期 60 万吨/年计划获批，该矿将问鼎全球最大、品位最低、海拔最高的铜矿山。3. 刚果（金）卡莫阿铜矿三期投产后，年产量将增至 60 万吨，跻身全球前三；配套 50 万吨铜冶炼厂的建设将开辟新盈利点。4. 公司在西藏还布局朱诺、雄村、玉龙等大型铜矿资源，其中朱诺矿年均产铜约 7.6 万吨，雄村矿约 4.6 万吨，达产后将显著提升公司产能。

表 16: 紫金矿业个矿区产量汇总（万吨）

| 矿山        | 2024  | 同比      | 2023  | 2025Q1 | 同比 | 环比 | FY2025 预计 |
|-----------|-------|---------|-------|--------|----|----|-----------|
| 刚果（金）     |       |         |       |        |    |    |           |
| 卡莫阿铜业     | 19.47 | 9.98%   | 17.70 | -      | -  | -  | -         |
| （权益）      |       |         |       |        |    |    |           |
| 塞尔维亚紫金矿业  | 17.02 | 22.90%  | 13.85 | -      | -  | -  | -         |
| 西藏巨龙铜业    | 16.63 | 7.75%   | 15.44 | -      | -  | -  | -         |
| 塞尔维亚紫金铜业  | 12.27 | 22.19%  | 10.04 | -      | -  | -  | -         |
| 黑龙江多宝山    | 11.48 | 3.37%   | 11.10 | -      | -  | -  | -         |
| 刚果（金）科卢韦齐 | 9.46  | -25.53% | 12.70 | -      | -  | -  | -         |
| 福建紫金山铜金矿  | 8.61  | 0.07%   | 8.60  | -      | -  | -  | -         |
| 阿舍勒铜矿     | 4.40  | -0.54%  | 4.42  | -      | -  | -  | -         |

| 西藏玉龙<br>(权益)  | 3.60          | 36.73%       | 2.63          | -            | -            | -            | -          |
|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 厄立特里亚<br>碧沙矿业 | 1.99          | 13.18%       | 1.76          | -            | -            | -            | -          |
| 吉林珲春紫<br>金    | 0.88          | -29.08%      | 1.23          | -            | -            | -            | -          |
| 其他矿山合<br>计    | 1.04          | -16.13%      | 1.24          | -            | -            | -            | -          |
| <b>总计</b>     | <b>106.85</b> | <b>6.07%</b> | <b>100.73</b> | <b>28.76</b> | <b>9.49%</b> | <b>3.07%</b> | <b>115</b> |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

在资本支出方面，2024 年紫金矿业旗下各个工程资本支出总计达到 195.6 亿元，但其中也包括了部分盐湖锂项目。

**表 17：紫金矿业 2024 年资本支出汇总（亿元人民币）**

| 项目           | 本期投入额        |
|--------------|--------------|
| 塞紫铜技改工程      | 11.4         |
| 3Q 盐湖锂项目一期工程 | 10.99        |
| 3Q 盐湖锂项目二期工程 | 1.95         |
| 卡莫阿三期采选工程    | 55.56        |
| 卡莫阿冶炼厂工程     | 32.54        |
| 巨龙铜矿二期工程     | 45.91        |
| 湘源锂矿采选工程     | 9.83         |
| 萨瓦亚尔顿金矿采选工程  | 4.51         |
| 朱诺铜矿采选工程     | 14.13        |
| 新恒基太平硐金矿采选工程 | 0.79         |
| 湖南紫金新材料工程    | 7.99         |
| <b>合计</b>    | <b>195.6</b> |

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

## 总结与套保建议

总体而言，目前已经公布了 2025 年 Q1 财报的企业中，多数企业产量均出现环比下降的情况，同时 CRU 也在最新的报告中将 2025 年铜精矿增量从此前的 2% 左右下调至 0.1%。而近期 Antamina 矿山事故更是对全球矿山供应带来更大干扰。因此虽然当下特朗普关税政策对于商品需求将会有多大的冲击实则暂时难以非常量化地进行衡量，并且其政策的多变与不确定性也给市场带来诸多困扰。但反观铜品种供应端紧俏的相对确定

性，使得在当下特殊的阶段铜价格或许难有大幅下跌的可能。

而在操作上，有套期保值需求的企业建议可在 74,000 元/吨以下的位置加大套保比例。而卖出套保则建议当铜价接近 83,000 元/吨的位置时再开始逐步抬高套保比例。

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)