

老旧化及干扰共存 矿端给予铜价坚实支撑

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

蔺一杭

☎ 021-60827969

✉ linyihang@htfc.com

从业资格号: F03149704

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

近期主要矿企财报陆续公布,整体看,2025年全球铜矿供应弹性受限,行业进入“低增长、较高扰动”常态化阶段。海外传统矿山因地质品位自然衰减及突发设备、环境事件(如自由港印尼矿区泥浆泄漏、第一量子设备受损、卡莫阿矿震等),出现较为明显的产量波动,供应弹性面临较强约束。

产能释放方面,洛阳钼业(CMOC)2025年铜产量达74.11万吨,同比大幅增长14.0%,其刚果(金)TFM与KFM两大世界级矿区全面高效达产,凭借选矿回收率的显著提升成为全球罕见的高增长引擎。相比之下,海外矿企普遍承压:第一量子(FQM)受赞比亚Sentinel矿区球磨机螺栓疲劳断裂及巴拿马矿山持续政治封锁的双重打击,产量同比下滑8.2%至39.58万吨;艾芬豪旗下卡莫阿矿区则遭遇地震及淹井事故,全年产量微降至38.9万吨,同事高品位矿段开采推迟,其2026年产量指引被大幅下修至29-33万吨区间。安托法加斯塔(Antofagasta)产量基本持平于65.4万吨,高度依赖Los Pelambres矿的稳定输出以对冲其他老旧矿区的自然衰减。全球铜矿供给端增量受困的局面仍在持续。

扩产与成本方面,受全行业通胀、深部开采难度加大及核心辅料(如非洲高酸价)上涨影响,波兰铜业(KGHM)及第一量子等企业的C1现金成本已越过2.0美元/磅的高位防线,全行业成本出现系统性抬升。同时,绿地项目开发受制于严苛的ESG审查与资源民族主义(如南方铜业Tía María项目许可遭遇撤销波折),头部矿企资本开支(CAPEX)向灾后修复与老矿山维持性支出倾斜,2026年内新增有效供给较为匮乏,可能预示精铜市场或将继续面临原料供给与被动出清的双重压力。

套保策略建议

当前铜市矛盾已演变为地缘发酵与产业供需的共同作用。宏观与地缘层面,美伊冲突的反复不仅持续推高市场的通胀与避险情绪,更通过全球硫酸价格抬高了湿法炼铜的原料成本,对海外精炼产能形成压制。同时,AI数据中心与全球电网大改造接力新能源转型,提供稳固的长周期需求底盘。供应端,进口精矿TC深陷负值继续推动冶炼产能出清,叠加老牌矿山品位自然老化及复产周期的延期,铜价的成本底部较坚挺,整体维持易涨难跌的运行格局。

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
全球铜矿供应格局与主要矿商生产情况.....	3
BHP.....	3
Southern Copper.....	4
Freeport-McMoRan（自由港）.....	5
First Quantum.....	5
Antofagasta.....	6
IVANHOE 矿业.....	7
紫金矿业.....	7
洛阳钼业.....	8
总结.....	9

图表

表 1: 全球主要矿商生产数据汇总（万吨）.....	3
表 2: BHP 生产梳理与边际变化（万吨）.....	4
表 3: SCC 生产梳理与边际变化（万吨）.....	4
表 4: FREEPORT-McMoRAN 生产梳理与边际变化（万吨）.....	5
表 5: FIRST QUANTUM 生产梳理与边际变化（万吨）.....	6
表 6: ANTOFAGASTA 生产梳理与边际变化（万吨：金属吨）.....	6
表 7: IVANHOE 生产梳理与边际变化（万吨）.....	7
表 8: 紫金矿业生产梳理与边际变化（万吨）.....	8
表 9: 紫金矿业季度产量（万吨）.....	8

全球铜矿供应格局与主要矿商生产情况

整体看，供应的瓶颈主要源于老牌矿山品位的自然衰减以及不可抗力导致的产能冻结，迫使冶炼厂生产面临显著现金亏损。地缘博弈层面，受美伊冲突反复影响，硫酸作为湿法炼铜的关键辅料价格飙升，直接抬高了海外（尤其是刚果金地区）的生产成本中枢。

表 1：全球主要矿商生产数据汇总（万吨）

矿企	2024 产量	2025 产量	边际变化	备注
自由港 (FCX)	191.14	153.45	-19.70%	事故导致产量下滑
必和必拓 (BHP)	186.50 (FY24)	201.70 (FY25)	8.10%	财年增长
洛阳钼业 (CMOC)	65.02	74.11	14.00%	产量增长
紫金矿业	107	109	1.90%	增量收海外矿山拖累
南方铜业 (SCC)	91.1	90.5	-0.60%	平稳运行
安托法加斯塔	66	65.4	-0.90%	平稳运行
第一量子 (FQM)	43.1	39.58	-8.20%	设备故障叠加 PANAMA 矿山复产不及预期
波兰铜业 (KGHM)	51.1	49.8	-2.50%	能源价格上行导致成 本承压

资料来源：各公司公告 华泰期货研究院

BHP

受益于南澳洲资产 (OZ Minerals) 的全面并表以及 Spence 矿区处理过渡性矿石带来的短期提振，BHP 在 FY25 实现了 201.7 万吨的精矿产量，同比增长 8.1%。然而，作为其全球基本盘的核心资产，位于智利的 Escondida 矿山正步入不可逆的入选品位下降周期，迫使公司将 FY26 的铜产量指引设定在 180 万-200 万吨的偏缩区间，其现金成本中枢亦预期抬升至 1.20-1.50 美元/磅。

未来增量方面，BHP 的产能扩张战略呈现出明显的“以新换旧、维持体量”的特征。在智利区，由于 Escondida 的主力选矿设施 (Los Colorados) 正面临老化与品位挑战，BHP 正全力推进 Laguna Seca 选矿厂的扩建工程 (环评已获批)，并启动了新建一座大型选矿厂以替代 Los Colorados 的可行性研究，这将耗资数十亿美元，其核心目的并非追求极致增量，而是为了防止该旗舰资产在 2030 年后出现产量断崖。在澳洲区，通过整合 Olympic Dam、Prominent Hill 及 Carrapateena 矿区的冶炼与基础设施，实现区域内的协

同扩产，该区域有望成为 BHP 未来五年内最具确定性的微幅增量来源。

表 2: BHP 生产梳理与边际变化 (万吨)

核心评估指标	数据记录与边际变化	备注
2024 / 2025 产量	186.50 万吨 / 201.70 万吨 (FY25 数据)	增量主要源于资产并购与阶段性超产
2026 年产量指引	180.0 万吨 - 200.0 万吨	主力矿山品位下降构成拖累
核心扩产与 CAPEX	Laguna Seca 扩建与南澳整合	维持性巨额资本开支凸显老矿山稳产成本

资料来源: 公司公告 华泰期货研究院

Southern Copper

生产方面, 2025 年产量 90.50 万吨, 微幅回落, 主要受秘鲁 Toquepala 等矿区阶段性品位变动影响。公司最引以为傲的是其成本控制能力, 依托丰富的钼、银、锌等副产品高额抵扣, 其 2025 年净现金成本 (Net Cash Cost) 仍维持在 0.58 美元/磅水平。

未来项目建设方面: 公司其最核心、也最具争议的扩产预期来源于秘鲁 Tía María 项目。该项目设计年产铜 12 万吨, 服务年限超 20 年。2024 年 7 月, 随着当地社区紧张局势阶段性缓解, 公司重启了该项目的开发, 并快速完成了约 25% 的前期辅助设施建设。然而, 其采矿许可证在获批仅数月后遭遇政策面撤销复议。这一反转或将抹除市场对 Tía María 在 2026-2027 年投产的预期, 更给公司在墨西哥的其他潜在扩建项目 (如 Pilares、El Pilar 以及 Buenavista 锌铜矿的后续开发) 造成了扩产预期退坡。短期内, 南方铜业大概率需要依靠现有矿区的精细化管理维持 93 万吨左右的微增指引。

表 3: SCC 生产梳理与边际变化 (万吨)

核心评估指标	数据记录与边际变化	备注
2024 / 2025 产量	91.10 万吨 / 90.50 万吨 (微幅收缩)	产量基本盘稳固, 受单一矿区品位扰动小
2026 年产量指引	约 93.0 万吨	Tía María 矿复产预期退坡, 短期增量有限
核心扩产与 CAPEX	Tía María 项目许可被撤销陷入停滞	资源禀赋佳, 但产能释放受限

资料来源: 公司公告 华泰期货研究院

Freeport-McMoRan (自由港)

2025 年，自由港全年铜产量回落至 153.45 万吨（约 33.83 亿磅），较 2024 年的 191.14 万吨下降明显。产量下滑的核心归因于 2025 年 9 月印尼 PTFI 公司（运营 Grasberg 矿区）发生的泥浆泄漏事故，该事件不仅导致 GBC 地下矿区大面积停工，同时叠加了印尼矿石品位的自然下降。被动减产推升了 2025 年单位净现金成本至 1.65 美元/磅（不含事故相关的闲置恢复费用）。

根据公司提交的 10-K 文件，自由港在 2026-2027 年的战略重心分为两步。短期内，核心任务是推进 GBC 矿区的安全复产。计划在 2026 年上半年优先启动 PB2 和 PB3 区块，下半年尝试恢复较高品位的 PB1S 区块，整体满产需等待至 2027 年。

中长期来看，为对冲印尼地下矿的扰动风险，自由港正加速推进美洲本土的“内生性增长项目”（Organic Copper Growth Projects）。其核心在于美国亚利桑那州的 Bagdad 扩建项目，该项目正在进行最终可行性研究，目标是通过新建选矿厂实现产量翻番；同时，智利 El Abra 矿区的硫化矿扩建项目及 Lone Star 氧化矿项目也在加速环评审批。这些绿地及棕地扩建项目构成了自由港在 2028 年以后的主要增量储备。

表 4: Freeport-McMoRan 生产梳理与边际变化 (万吨)

核心评估指标	数据记录与边际变化	备注
2024 / 2025 产量	191.14 万吨 / 153.45 万吨 (同比-19.7%)	全球铜矿供给端较为显著的减量来源
2026 年产量指引	预计销量约 34 亿磅 (约 154 万吨)	处于恢复爬坡期， 同比难有显著增量
核心扩产与 CAPEX	推进 Bagdad 与 El Abra 扩建研究	资本开支呈现双轨制：修复印尼， 加码美洲

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

First Quantum

2025 年总产量降至 39.58 万吨，同比下滑 8.2%。赞比亚绝对主力矿山 Sentinel 的 2 号球磨机法兰螺栓发生疲劳断裂，导致选矿处理量受限。由于特种设备更换周期长，严重拖累了产出效率，并致使 C1 现金成本升至 2.02 美元/磅的偏高水平。与此同时，巴拿马 Cobre Panama 矿山因政治争议持续处于停产维护状态。

在面临财务与运营双重压力的背景下，第一量子的资本开支出现收缩，其未来增长点锁定在赞比亚的 Kansanshi S3 扩建项目。但在 2026 年，由于 Cobre Panama 复产无望且

Sentinel 仍在缓慢修复，集团整体指引仅维持在 40 万吨左右。修复资产负债表与确保 S3 项目的资金链，是第一量子当前的核心战略。

表 5: First Quantum 生产梳理与边际变化 (万吨)

核心评估指标	数据记录与边际变化	备注
2024 / 2025 产量	43.10 万吨 / 39.58 万吨 (同比-8.2%)	突发设备故障与政策封锁导致产量回落
2026 年产量指引	集团约 40.0 万吨	缺乏整体弹性，仍处于修复阶段
核心扩产与 CAPEX	聚焦 Kansanshi S3 选矿厂扩建	有限的资本开支

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

Antofagasta

2025 年铜总产量约 65.40 万吨，同比基本持平。核心资产 Los Pelambres 矿贡献稳定，有效平滑了 Centinela 等老矿区的产出萎缩。但受智利高通胀、劳动力成本上涨及动用低品位库存影响，其总现金成本约 2.38 美元/磅附近。

据公司公布的 FY25 业绩演示，安托法加斯塔对于 2026 年仅给出了 65 万-70 万吨的平稳指引，短期增长弹性较低。扩产方面，核心资本开支项目是 Centinela 第二选矿厂 (Centinela Second Concentrator) 项目。该项目是公司历史上最大的投资决策之一，旨在通过新建一套大规模浮选系统来处理庞大的低品位斑岩硫化矿资源。预计建成后，将为集团增加约 17 万吨的铜当量 (CuEq) 年产能。此外，Los Pelambres 矿区也在积极推进四期扩建及海水淡化厂的产能翻倍工程，以摆脱安第斯山脉常年干旱对生产的约束。

表 6: Antofagasta 生产梳理与边际变化 (万吨：金属吨)

核心评估指标	数据记录与边际变化	备注
2024 / 2025 产量	66.00 万吨 / 65.40 万吨 (基本持平)	维持平稳状态，可能缺乏短期边际增量
2026 年产量指引	65.0 万吨 - 70.0 万吨	依赖旗舰矿山与海水淡化厂的稳定发挥
核心扩产与 CAPEX	Centinela 第二选矿厂建设	押注长周期大型棕地扩建

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

IVANHOE 矿业

2025 年共产铜 38.9 万吨。三季度遭遇破坏性的地震群活动并引发矿井涌水事故，打断了该矿傲视全球的产能爬坡节奏。为应对水患，矿区被迫投入大量资源进行排水及井巷加固作业。

卡莫阿矿的扩产进程虽遭推迟但并未出现较大改变。在自然灾害发生前，其三期选厂的实际处理量一度突破了原定 500 万吨/年的设计指标，展现出较强的增产潜力。然而，因卡库拉矿区第三阶段的抽水工程预计延期至 2026 年一季度完成，原定于 2025-2026 年大规模开采的高品位矿石计划被迫顺延。因此，公司将 2026 年的产量指引大幅下修为 29 万-33 万吨。但展望 2027 年，随着水患解除、高品位区恢复开采，以及配套冶炼厂（设计处理能力 60 万吨/年）和渣选车间（综合回收率达 98.5%）的全面协同运转，艾芬豪预期 2027 年产量将反弹至 38 万-42 万吨区间。其长期的 Phase 4（四期）扩建愿景依然旨在将该矿打造成年产 60 万吨以上的大型铜矿。

表 7: IVANHOE 生产梳理与边际变化（万吨）

核心评估指标	数据记录与边际变化	备注
2024 / 2025 产量	39.35 万吨 / 38.90 万吨（微降）	地质灾害放缓了原定的增产计划
2026 年产量指引	调整至 29.0 万 - 33.0 万吨	修复抽水周期长，复产节奏偏慢
核心扩产与 CAPEX	高品位段延至 2027 年；冶炼厂协同配套	中期高增长逻辑未破

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

紫金矿业

2025 年，公司实现铜产量 109 万吨，较上年增长 1.9%。国内西藏巨龙铜矿一期稳健运行。但其权益占比近 40%的海外高增长引擎——卡莫阿-卡库拉（Kamoa-Kakula）铜矿遭遇罕见地震群并引发淹井事故，导致该矿区三期高品位矿段开采被迫推迟，拖累了集团整体的产量增速预期。

根据公司年度报告披露，紫金矿业 2026 年有望实现国内巨龙铜矿二期工程的顺利投产，全年产铜冲击 120 万吨大关。巨龙二期预计于 2025 年底建成投产并在 2026 年逐步达产，届时巨龙铜矿一二期合计年产铜量将突破 30 万吨以上。海外方面，尽管卡莫阿矿短期受阻，但其远期的四期扩建潜力及周边探矿前景依然巨大，公司目前正集中资本解决水患问题；同时，位于塞尔维亚的 Cukaru Peki（丘卡卢-佩吉）铜金矿下部矿带的开发也在稳步推进，该矿带以斑岩型低品位大吨位为特征，将成为接续上部高品位矿体开

采完后的主力产出点。整体来看，紫金的资本开支依然保持增长态势。

表 8：紫金矿业生产梳理与边际变化（万吨）

核心评估指标	数据记录与边际变化	备注
2024 / 2025 产量	107.00 万吨 / 109.00 万吨 (同比+1.9%)	增速受海外不可抗力牵制而阶段性放缓
2026 年产量指引	目标 120.0 万吨	增量主要依靠巨龙二期投产爬坡
核心扩产与 CAPEX	巨龙二期投产；塞尔维亚下部矿带开发	凭借强大的内生增长动能对冲海外风险

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

洛阳钼业

2025 年，洛阳钼业产铜 74.11 万吨，同比大幅增长 14.0%。核心驱动力来自于刚果（金）的 TFM（Tenke Fungurume）混合矿项目与 KFM（Kisanfu）项目的全面达产。通过选矿工艺优化及矿石处理量的提升，不仅产量超预期，金属回收率也获得了显著改善。

根据其 2025 年度报告，洛阳钼业的战略目标明确指向“进一步巩固全球顶级铜供应商地位”。其核心扩产增量将来源于 KFM 二期工程。KFM 二期预计将于 2027 年正式投产，该项目投产后将为公司直接新增 10 万吨的年产铜能力。在 2026 年的过渡期，公司将继续深挖 TFM 西区与东区的潜在开采价值，并通过技改进一步释放现有两条世界级矿山（TFM/KFM 合计产能已超 70 万吨）的生产线潜能。充足的经营性现金流使公司能够应对非洲高酸价带来的短期成本扰动。指引方面，2026 年铜产量预期约为 76 万-82 万吨。

表 9：洛阳钼业生产梳理与边际变化（万吨）

核心评估指标	数据记录与边际变化	备注
2024 / 2025 产量	65.02 万吨 / 74.11 万吨 (同比+14.0%)	全球铜矿供应增量最核心贡献者之一
2026 年产量指引	76.0 万吨 - 82.0 万吨	现有两大主力矿山仍处于产能黄金释放期。
核心扩产与 CAPEX	KFM 二期项目 (预期 2027 年投产)	明确的 10 万吨新增产能规划，增长路径清晰。

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

总结

综合来看，2025 年“低增长、较高扰动”已成为行业新常态。供给端，以自由港、必和必拓、第一量子为代表的海外传统矿业巨头，多受困于矿石品位自然衰减、突发地质灾害与地缘政策博弈，资本开支被迫向维持性修复倾斜，短期内难以释放有效增量；对比来看，洛阳钼业、紫金矿业为首的中资企业，凭借在非洲铜钴矿带及国内西藏地区的高效运营，逆势成为全球铜供应增量的绝对主力，全球铜矿供给格局呈现出显著的结构分化。

与此同时，产业链的利润分配依旧向上游集中。通胀压力、深部开采难度加大以及硫酸等核心辅料成本的飙升，共同将全球铜矿的 C1 现金成本推高。在矿端增量匮乏与中游冶炼产能逆周期扩张的共同作用下，现货 TC 加工费深陷负值区间，或预示着 2026 年全球冶炼端主旋律或将仍是被动减产与产能出清。

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