证券研究报告 行业专题报告

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

全球十五大铜矿企业一季报汇总

海外铜矿企业有两家产量下滑多，增长主要依靠中资企业

投资评级： 推荐 （维持 ）

报告日期： 2025年6月20日

- **分析师：傅鸿浩**
- SAC编号：S1050521120004
- **分析师：杜飞**
- SAC编号：S1050523070001

研究创造价值

投 资 要 点

本文总结了智利和智利两个大型产铜国2025年1-4月的月度铜矿项目产量情况，以及12家海外大型铜矿企业和3家中资企业2025年一季度铜矿产量。

秘鲁产量恢复增长，智利产量保持增长势头：

智利1-4月铜矿产量175.2万金属吨，同比+3.57%（+6.03万吨），仍然保持了2024年的增长势头。而秘鲁在经历了2024年产量罕见下滑之后，2025年前4个月产量恢复增长，1-4月秘鲁铜矿产量89.2万金属吨，同比+5.59%，+4.72万吨。智利的铜矿增长主要来自Escondida项目，主要是更高的采矿强度和原矿入选品位。秘鲁的铜矿产量增长主要来源于Las Bambas和Toromocho两个大型铜矿的产量增长。同时，智利的Collahuasi铜矿因为入选品位下降，以及秘鲁的Antapaccay铜矿因为原矿剥采比提升等因素产量出现了不同程度的下滑。

十二家海外铜矿企业产量同比下滑：

企业方面，15家铜矿企业，2025年一季度合计铜矿产量301.2万吨，同比+0.1%，+0.3万吨。扣除掉五矿资源、紫金矿业和洛阳钼业之后的12家海外铜矿企业在2025年一季度合计铜矿产量243.6万吨，同比-3.79%，-9.61万吨。

产量下滑较大的铜矿企业是自由港和嘉能可，一季度产量同比幅度分别为-20.00%和-29.95%；下滑量级分别为9.84万吨和7.18万吨。自由港产量下滑主要是印尼分部的Grasberg项目产量跟随年内指引同比下降。而嘉能可则是因为南美的Collahuasi和Antapaccay两个铜矿产量下滑较多，Collahuasi产量下降主要原因是品位和回收率较低，而Antapaccay矿一季度剥采比较高导致产量下滑。

增长较大的外资铜矿企业主要是BHP、安托法加斯塔和力拓，一季度产量增幅分别为10.18%、19.63%和18.00%。主要是Escondida项目（BHP和力拓均有持股）增长较大，该矿Q1产量为33.36万吨，同比+4.54万吨，+10.23%。主要是因为采矿和选矿强度更高，以及所采原矿位置处于更高品位的区域。而安托法加斯塔的产量增长主要是旗下Los Pelambres和Centinela铜矿都有不同程度的小幅增长。

中资企业铜矿产量增速高：

3家中资企业铜矿产量都实现了较大幅度增长。五矿资源、紫金矿业和洛阳钼业一季度产量分别为11.8、28.8和17.01万吨，分别同比+76.1%、9.5%和15.7%。其中五矿资源季报中给出了各个矿山详细的产量数据，主要增量来自于秘鲁的Las Bambas铜矿，2025年Q1的Las Bambas铜产量9.57万吨，同比+3.97万吨，+70.9%。

未来新建或扩建项目较少，缺乏大型新铜矿项目：

新项目或扩建项目方面，整体增量较少。Codelco旗下Salvador配套的Rajo Inca项目在2024年12月投产，目前处于爬产周期，将能贡献一定增量。第一量子位于赞比亚的Kansanshi铜矿的S3扩建项目将于2025年H2投产，预计能使得Kansanshi项目产能增加至20-25万吨/年。泰克资源的Quebrada Blanca铜矿产量每年仍会爬升，2025年指引为25.0万吨，而2026年预计达到29.5万吨。

更远期的项目包括力拓位于蒙古的Oyu Tolgoi铜矿地下项目，目前处于爬坡阶段，预计到2028年产量提升至50万吨/年，2024年产量为21.5万吨/年。安托法加斯塔的Centinela二期选厂项目2024年4月开始动工，预计2027年投产，将增加17万吨铜产量/年。南方铜业的Tia Maria-Arequipa项目处于早期建设阶段，预计2027年投产，将年产12万吨湿法铜产能。

行业评级及投资策略：

海外大型铜矿企业产量增速较低，且干扰时有发生，未来几年新的大型铜矿较为缺乏，矿端瓶颈将持续约束铜的供应。维持铜行业“**推荐**”投资评级。

风 险 提 示

1）美国通胀再度大幅走高；2）美联储超预期加息；3）海外铜矿企业投产进度超预期；4）国内铜矿企业加快新矿开发； 5）全球铜需求恢复不及预期；6）全球陷入经济危机等。

目录

CONTENTS

1. 铜矿主产国供应汇总

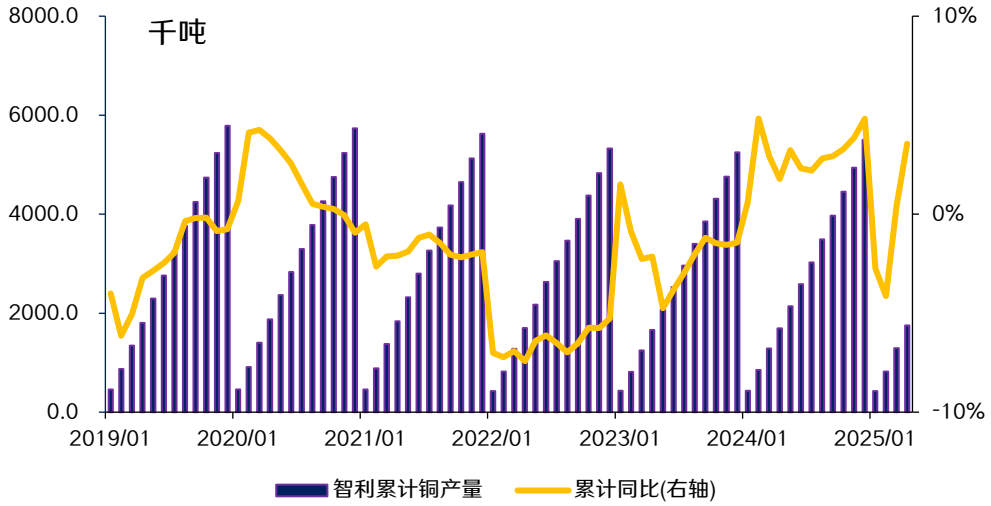
2. 海外铜矿企业供应汇总

01 铜矿主产国供应汇总

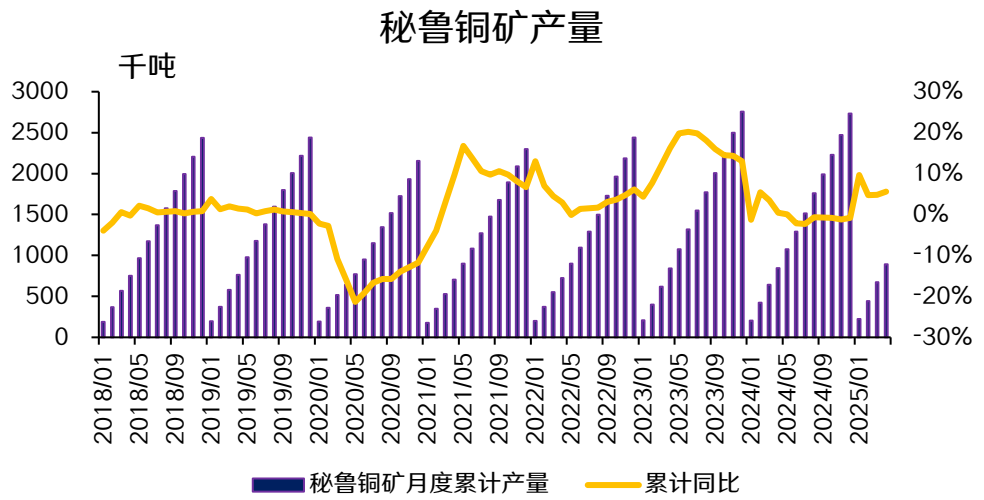
研究创造价值

1.1 秘鲁+智利产量同时恢复增长

智利铜矿产量



秘鲁铜矿产量



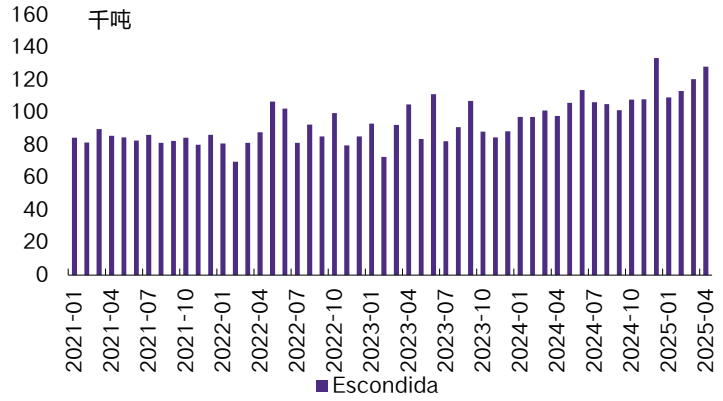
- **智利铜矿产量——增量来自Escondida：**2025年1-4月智利铜矿产量175.2万金属吨，同比+3.57%，+6.03万吨。主要增量来自于Escondida铜矿，2025年1-4月产量为47.18万吨，同比+19.62%（+7.74万吨）；根据上市公司BHP的描述，Escondida铜矿的产量增长主要是因为采矿强度更高，原矿入选品位提升，带来选矿厂产量的增长。产量下滑较多的主要是Collahuasi铜矿，2025年1-4月产量11.68万吨，同比-38.36%（-7.27万吨），根据对应上市公司嘉能可的描述，Collahuasi年内产量的下降主要是因为矿石入选品位的下降以及选矿回收率的降低。

- **秘鲁铜矿产量——主要增量来自Las Bambas：**2025年1-4月秘鲁铜矿产量89.2万金属吨，同比+5.59%，+4.72万吨。年内秘鲁产量恢复增长，其中产量增幅较大的是Las Bambas铜矿，累计产量为13.5万吨，同比+71.92%，+5.66万吨；此外Toromocho铜矿产量增幅也较大，1-4月累计产量7.96万吨，累计同比+42.79%，+2.39万吨。产量下滑较大的是Antapaccay项目，1-4月产量为2.78万吨，同比-2.24万吨，-44.69%。根据相应上市公司嘉能可的描述，Antapaccay铜矿一季度产量下降较大主要是因为原矿剥采比较高。

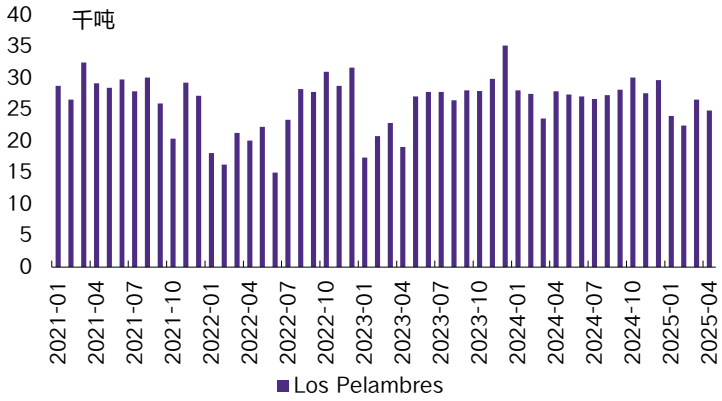
资料来源：智利铜业委员会，秘鲁能源和矿业部，华鑫证券研究

1.2 智利主要铜矿山月度产量

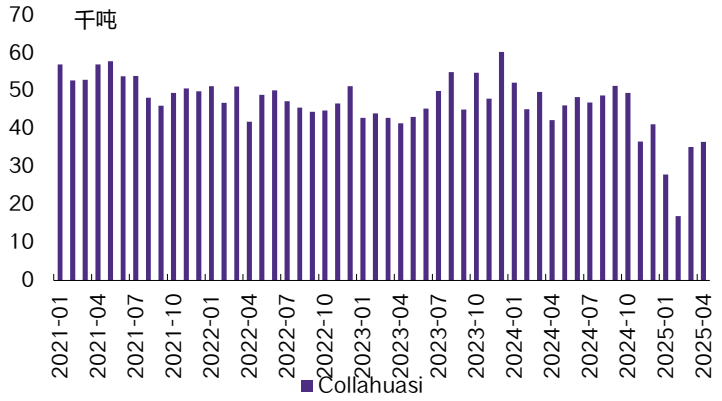
Escondida矿山月度产量



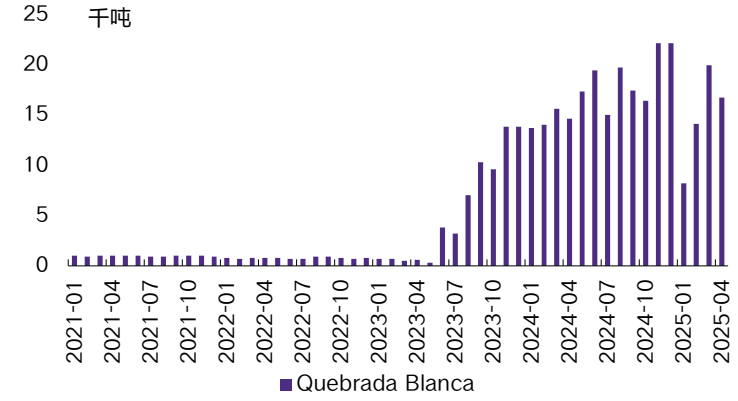
Los Pelambres矿山月度产量



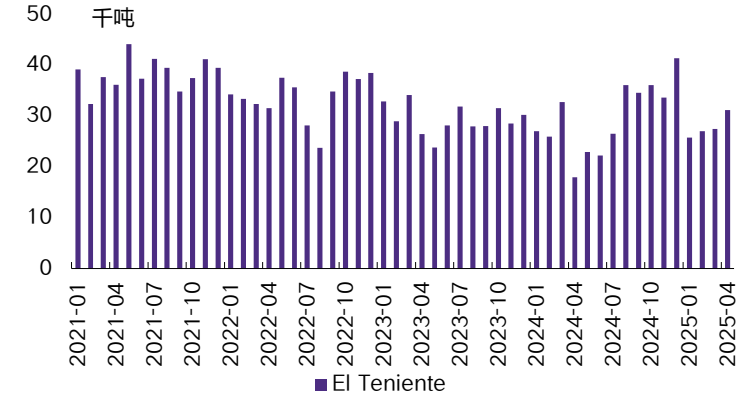
Collahuasi矿山月度产量



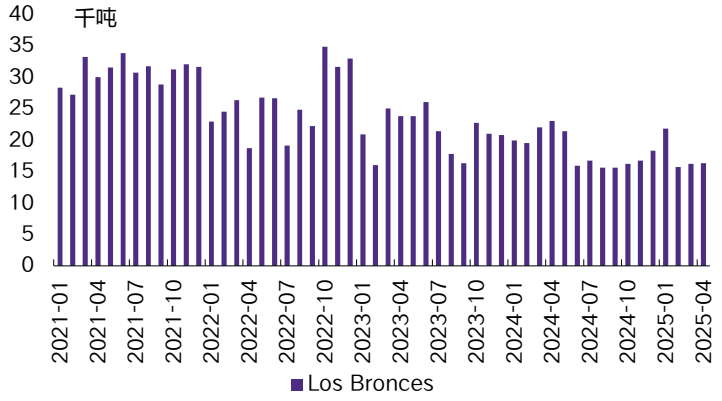
Quebrada Blanca矿山月度产量



El Teniente矿山月度产量



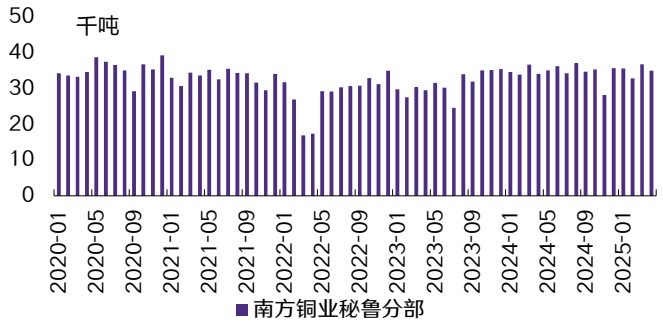
Los Bronces矿山月度产量



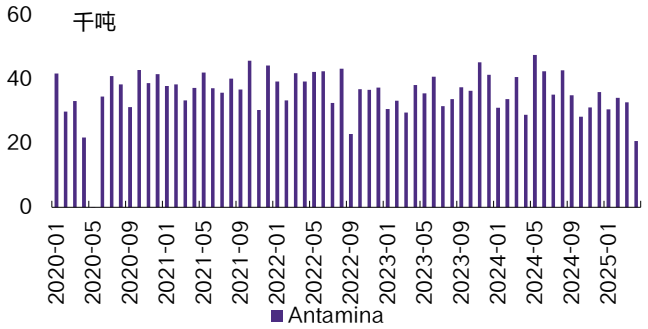
资料来源：智利铜业委员会，华鑫证券研究

1.3 秘鲁主要铜矿山月度产量

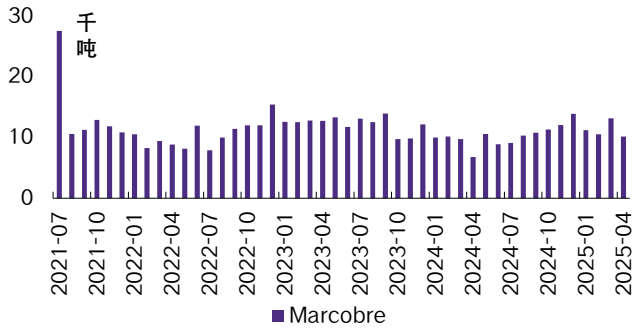
南方铜业秘鲁分部矿山月度产量



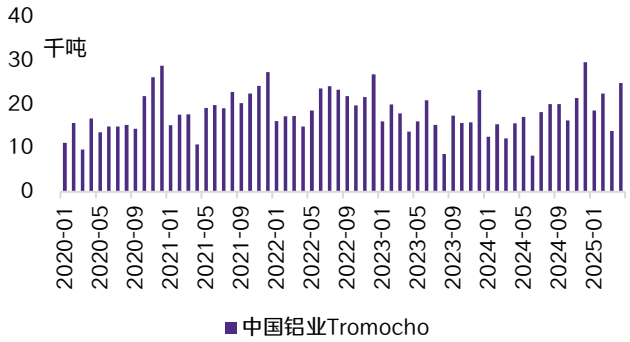
Antamina矿山月度产量



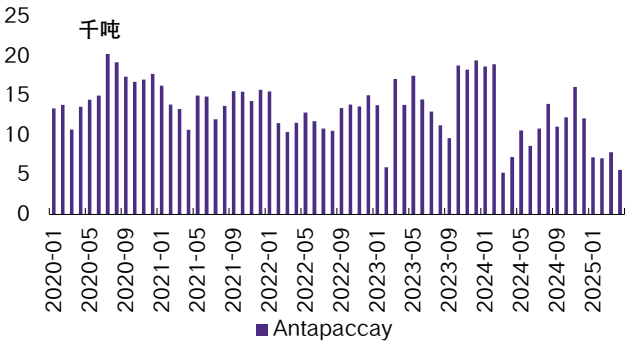
Marcobre矿山月度产量



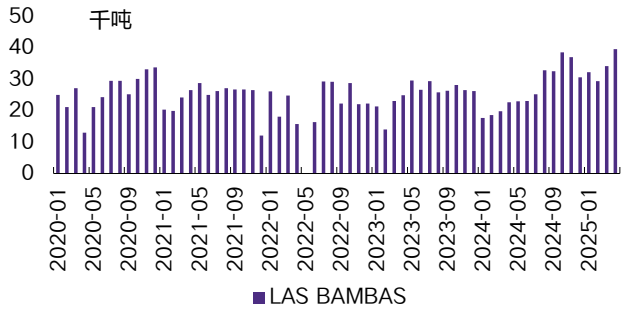
中国铝业Toromocho矿山月度产量



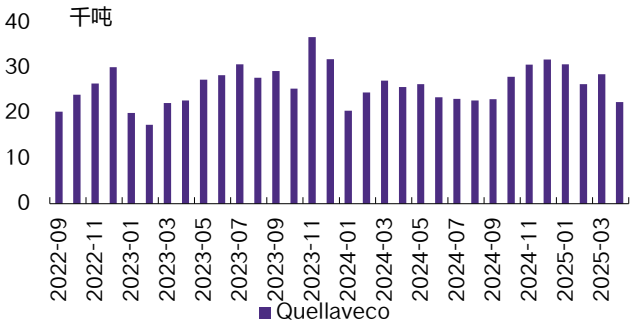
Antapaccay矿山月度产量



Las Bambas矿山月度产量



Quellaveco矿山月度产量



资料来源：秘鲁能源和矿业部，华鑫证券研究

02 海外铜矿企业供应汇总

2. 十五大铜矿企业产量汇总

图表：十五大铜矿企业季度产量汇总

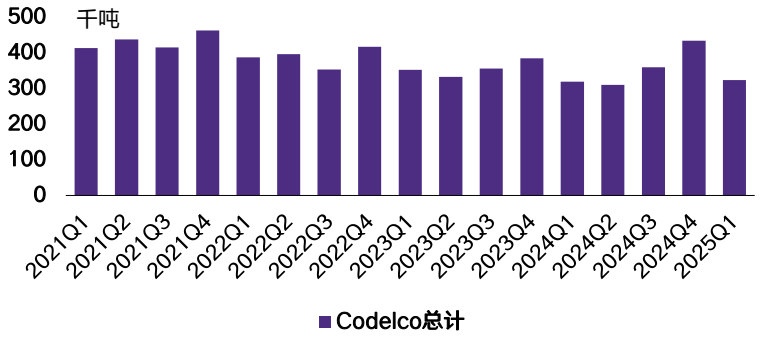
单位：千吨	Codelco	BHP	自由港	嘉能可	第一量子	英美资源	力拓	安托法加斯塔	淡水河谷	伦丁矿业	泰克资源	南方铜业	五矿资源	紫金矿业	洛阳钼业	15个铜矿企业合计	12个海外铜企业合计
2020Q1		425.30	331.58	293.30	195.29	147.10	70.20	194.00	94.50	62.17	70.57	251.28	91.91	102.59	49.79		
2020Q2		413.90	347.91	294.80	169.06	166.80	72.90	177.70	84.50	64.45	59.19	258.45	77.03	101.97	55.11		
2020Q3		413.20	382.83	346.60	211.40	165.70	71.10	169.50	87.60	61.33	67.84	258.04	102.47	101.91	57.02		
2020Q4		428.10	391.90	323.40	203.17	167.80	75.57	192.70	93.60	42.82	78.16	265.92	113.16	100.05	47.67		
2021Q1	413.50	391.40	412.77	301.20	205.05	160.30	78.55	183.00	76.80	57.35	71.71	239.09	77.33	126.80	55.34	2850.18	2590.72
2021Q2	437.50	403.00	414.13	296.80	199.69	169.70	70.39	178.50	73.50	63.46	72.23	240.77	93.31	113.82	54.47	2881.27	2619.67
2021Q3	415.00	376.50	447.70	297.50	209.86	156.50	84.86	181.20	69.30	65.08	70.73	247.40	91.20	167.49	60.11	2940.42	2621.63
2021Q4	462.00	365.50	468.56	300.20	201.82	160.70	88.48	179.00	78.50	77.00	72.73	238.21	77.01	176.05	62.74	3008.50	2692.70
2022Q1	387.30	369.70	457.67	257.80	182.03	139.50	77.53	138.80	56.60	65.08	67.05	216.11	79.06	193.63	67.63	2755.50	2415.18
2022Q2	395.70	461.80	487.61	252.40	192.67	133.90	64.33	129.70	55.90	64.10	71.41	236.11	44.51	216.56	69.02	2875.71	2545.62
2022Q3	353.20	410.10	478.99	260.30	194.97	146.80	87.10	181.90	74.30	63.93	66.63	230.79	95.60	222.31	67.68	2934.60	2549.01
2022Q4	416.50	424.30	485.34	287.60	206.01	244.30	79.72	195.60	66.30	56.55	65.45	241.44	85.88	231.87	72.66	3159.51	2769.10
2023Q1	351.70	405.90	437.72	244.10	138.75	178.10	72.88	145.80	67.00	61.46	56.80	223.57	68.95	244.47	68.03	2765.24	2383.78
2023Q2	332.50	476.20	483.98	243.90	187.18	209.10	67.68	149.60	78.75	60.06	64.35	228.06	92.85	242.54	71.03	2987.77	2581.35
2023Q3	355.30	457.00	492.15	247.80	221.55	209.10	90.78	173.70	81.60	89.94	71.88	227.01	94.05	262.01	117.35	3191.22	2717.81
2023Q4	384.30	437.40	496.68	274.30	160.20	229.90	88.41	191.50	99.00	103.34	103.37	234.10	91.41	253.04	133.30	3280.25	2802.49
2024Q1	318.70	465.80	492.15	239.70	100.61	198.10	78.56	129.40	81.90	88.01	99.02	240.22	67.13	262.65	147.49	3009.44	2532.17
2024Q2	309.50	504.80	470.38	222.90	102.71	195.70	84.88	155.30	78.60	79.71	110.38	242.47	90.97	255.92	166.31	3070.53	2557.32
2024Q3	359.20	476.30	477.63	242.60	116.09	181.30	77.40	179.00	85.80	99.90	114.49	252.22	114.66	270.89	162.25	3209.73	2661.93
2024Q4	439.30	510.70	472.19	246.40	111.60	197.50	97.56	200.30	102.00	101.49	122.06	238.92	126.99	280.54	173.95	3421.51	2840.02
2025Q1	324.00	513.20	393.72	167.90	99.70	168.90	92.70	154.80	90.90	83.87	106.18	240.22	118.21	287.57	170.57	3012.45	2436.09
2025Q1产量同比绝对值	5.3	47.4	-98.4	-71.8	-0.9	-29.2	14.1	25.4	9.0	-4.1	7.2	-0.0	51.1	24.9	23.1	3.0	-96.1
同比幅度	1.66%	10.18%	-20.00%	-29.95%	-0.90%	-14.74%	18.00%	19.63%	10.99%	-4.71%	7.23%	0.00%	76.09%	9.49%	15.65%	0.10%	-3.79%

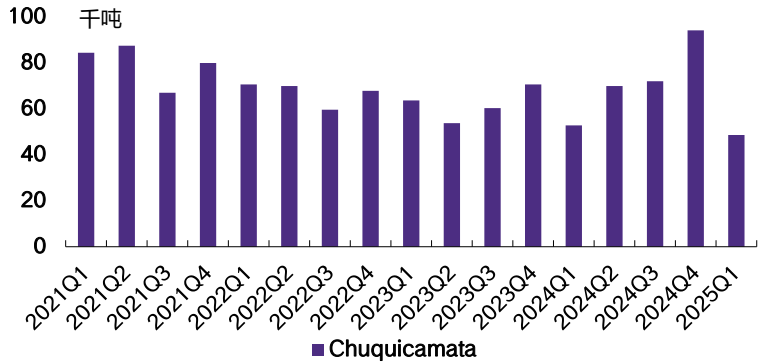
注：力拓和BHP对于Escondida的统计口径有重复，因此汇总表扣除力拓的Escondida产量。

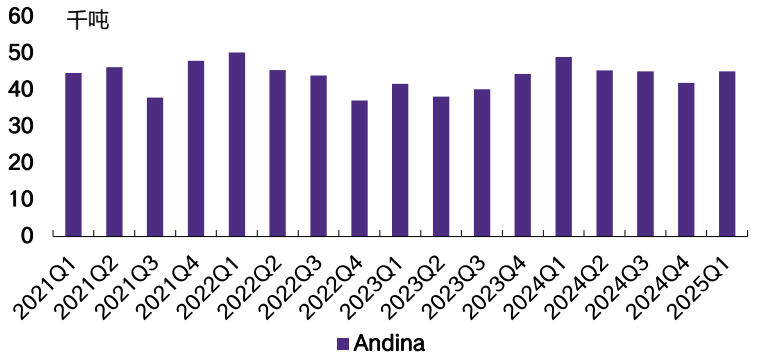
资料来源：各个公司公告，华鑫证券研究

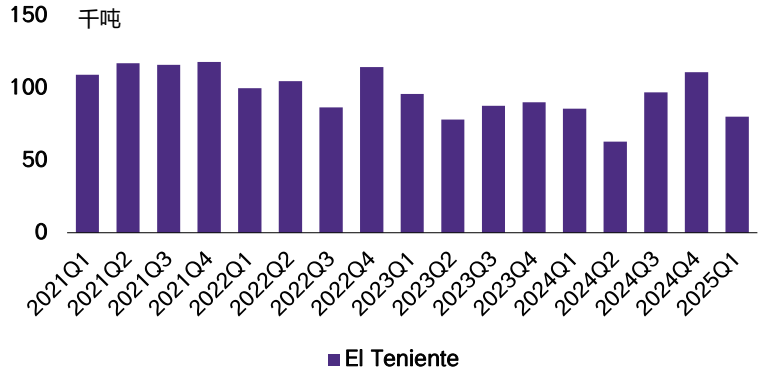
2.1 Codelco季度产量汇总：一季度产量小幅增长

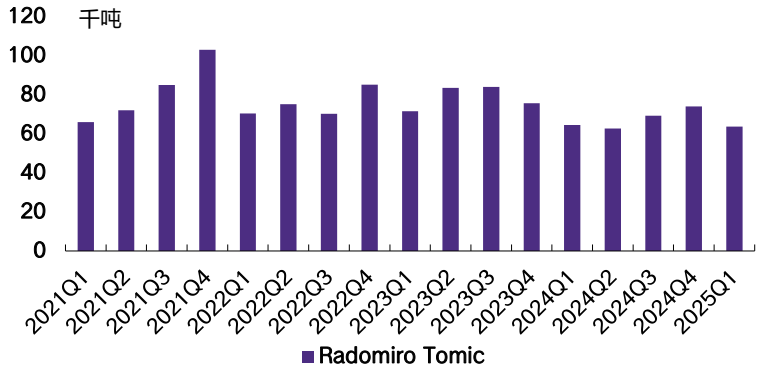
Codelco各个矿山季度产量

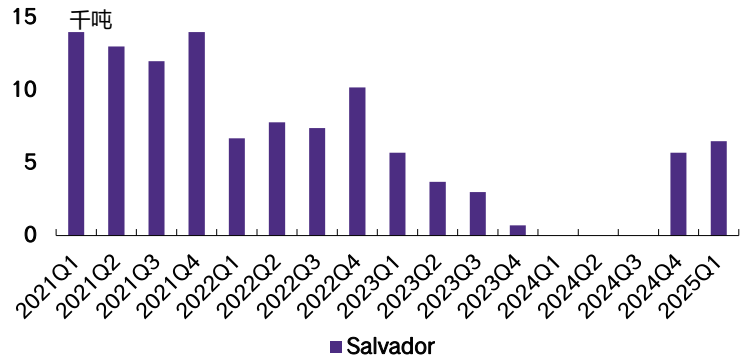












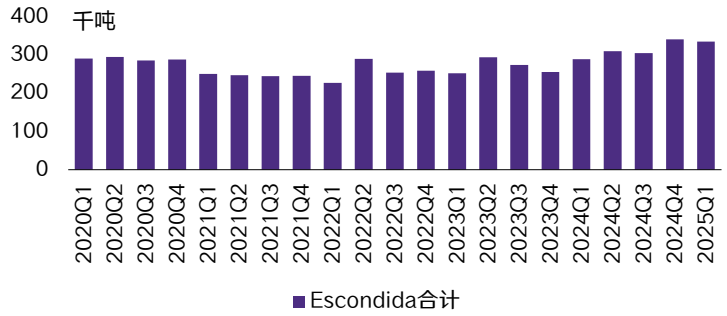
- **Codelco2025年第一季度总产量32.4万吨，同比+1.6%，+0.5万吨。2025年指引137-140万吨。**

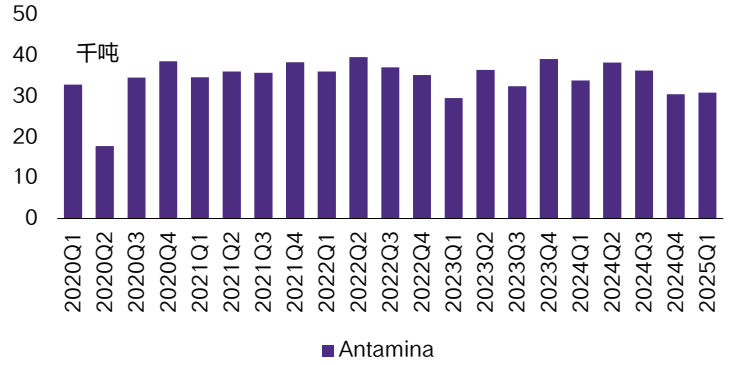
- **Chuquicamata和Andina铜矿产量有所下降。**Chuquicamata2025年第一季度产量4.9万吨，同比-7.95%,-0.4万吨；Andina2025年第一季度产量4.5万吨，同比-8.2%,-0.4万吨。Chuquicamata主要是熔炼厂遇到了维护需求和运营挑战。Andina主要是矿山相关约束将运营限制在单一采矿阶段。
- **El Teniente，Radomiro Tomic略微下降。** El Teniente2025年第一季度产量8.0万吨，同比下滑0.55万吨，-6.43%，产量下滑主要是从传统区域枯竭到即将启动的安德西塔和安德斯北部结构项目之间的过渡期，这一过渡期暂时影响了矿石的品位和生产率。Radomiro Tomic 面临运营挑战。
- **Salvador产量增加，同比+0.7万吨。**产量增长主要是因为Rajo Inca矿坑从2024年12月开始进入爬产阶段。

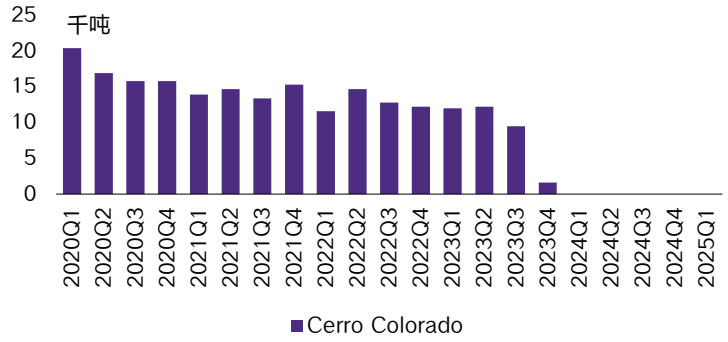
资料来源：Codelco公司公告，华鑫证券研究

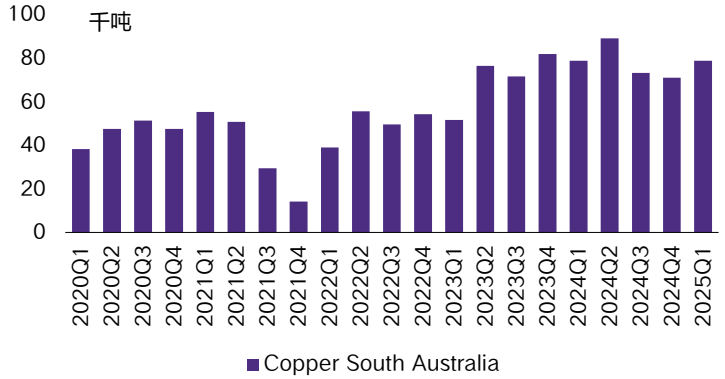
2.2 BHP供应汇总：Escondida持续增长，Cerro Colorado仍处于维护状态

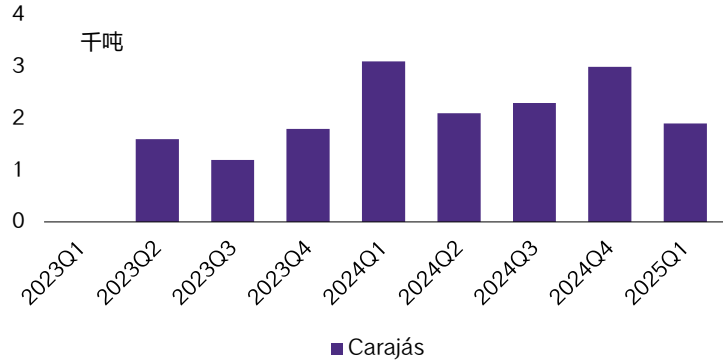
BHP各个矿山季度产量











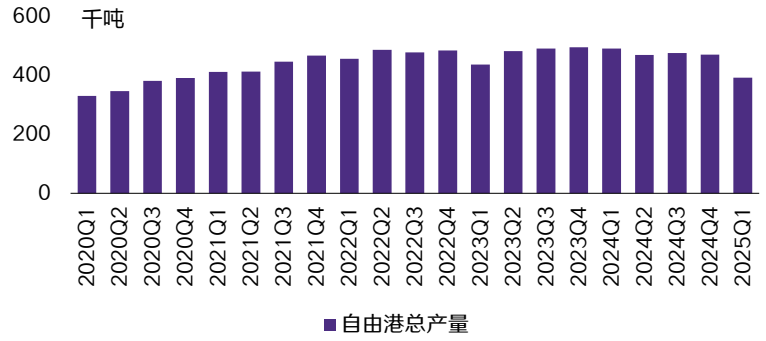
- **BHP 2025年Q1总产量51.32万吨，同比+10.18%，+4.74万吨。**
- **Escondida产量增加主要由于高强度的开采矿，采矿进入高品位（从0.85%提高到1.05%）区间，以及更高的铜矿处理量。**2025年Q1产量为33.36万吨，同比+4.54万吨，+10.23%。FY25的产量指引仍在118-130万吨。
- **2025Q1，Spence的铜精矿和阴极铜产量合计为6.79万吨，同比+0.63万吨，+10.23%。**产量增长主要得益于堆存矿石利用率提升和品位的改善，尽管2月份全国智利电力中断带来了影响。
- **Cerro Colorado仍处于临时护理和维护状态。**
- **南澳大利亚分部整体产量平稳。**2025年Q1总产量7.89万吨，同比-0.13%，0.01万吨。

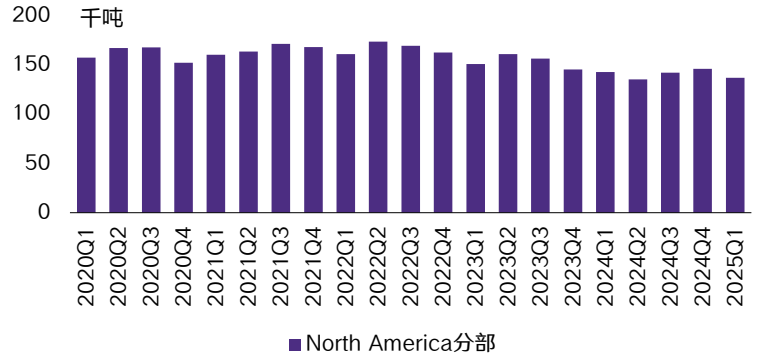
资料来源：BHP公司公告，华鑫证券研究

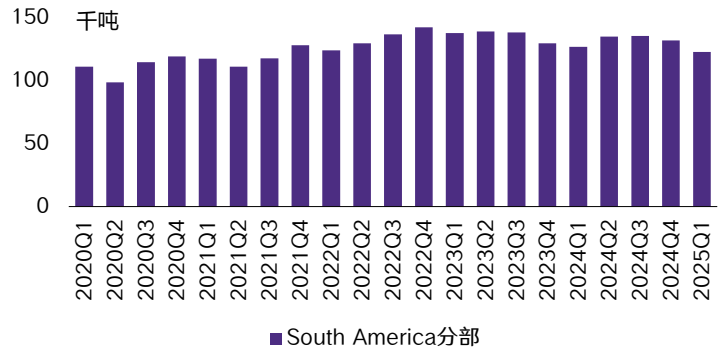
2.3 自由港供应汇总：2025年第一季度产量同比大幅下滑

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

自由港各个矿山季度产量





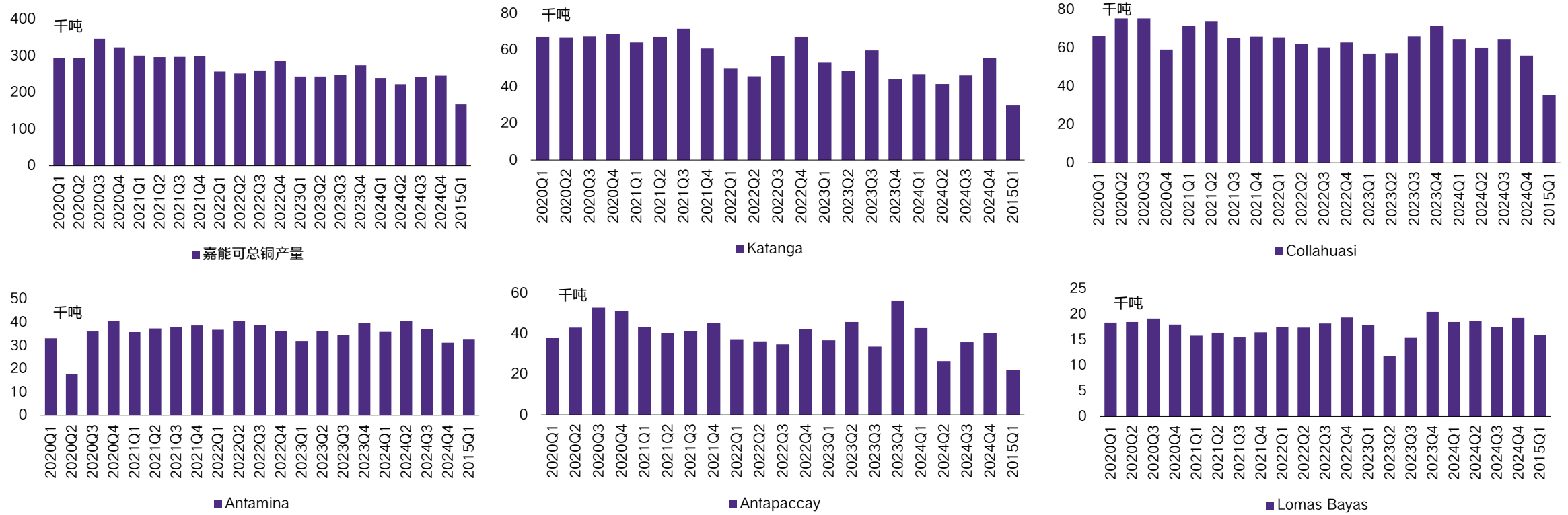


- **2025年自由港公司第一季度总产量为39.37万吨，同比-20.0%，-9.8万吨。**
- **北美分部产量下滑：2025年北美分部铜矿第一季度总产量为13.7万吨，同比-0.6万吨，-4.1%。**公司北美地区有一个潜在的扩建项目，该项目将使亚利桑那州西北部Bagdad运营的采矿能力增加一倍以上。Bagdad的储备寿命目前超过80年，并支持扩大运营。
- **南美分部：南美分部2025年第一季度总产量为12.3万吨，同比-0.4万吨，-3.2%。**在智利的El Abra中，公司已经完成了大量的钻探和评估工作，以确定一个大型硫化物资源，该资源可以支持一个潜在的重大磨矿项目。估计的资源量约为200亿磅可回收得到的铜，将带来每年铜产量增加7.5亿磅。
- **印尼分部：2025年印尼分部第一季度总产量为13.4万吨，同比-8.8万吨，幅度为-39.7%。**PTFI在印尼主要运营大型铜金矿Grasberg。而自由港拥有PTFI48.76%的所有权，并管理其运营。**根据公司的最新指引**，2025年Grasberg铜矿产铜量为15亿磅（折合68.04万吨），比2024年实际产量低了14万吨，而2026-2027年产量指引分别为77.11、81.65万吨。

资料来源：自由港公司公告，华鑫证券研究

2.4 嘉能可供应汇总：2025年第一季度产量下滑

嘉能可各个矿山季度产量



- **嘉能可2025年第一季度总产量16.79万吨，同比-29.95%，-7.18万吨。**

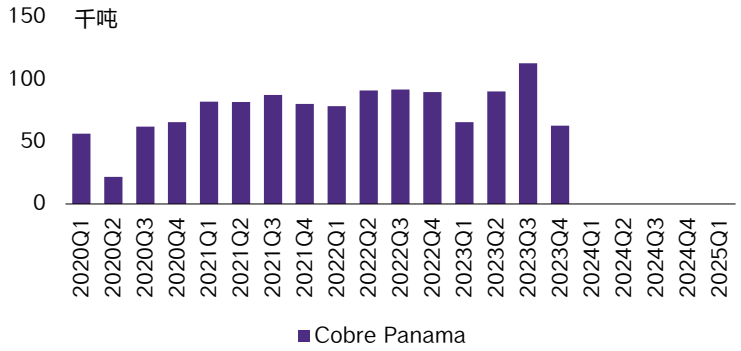
- **非洲分部第一季度产量下滑。** 2025年第一季度非洲分部（Katanga+Mutanda）产量合计为4.05万吨，同比-1.14万吨（-22%）。其中Katanga产量3.02万吨，同比下滑了1.67万吨。非洲分部产量的下滑，主要因为KCC的品位和回收率较低，部分被Mutanda的产量抵消。KCC受露天矿石供应减少、更多依赖低品位矿堆及机械可用性和劳动力约束的影响。
- **南美区域产量减少（包含Collahuasi，Antamina和南美区域板块）。** Collahuasi（智利）2025年第一季度产量为3.53万吨（44%权益计算），同比-2.94万吨（-25%）。Antamina（秘鲁）2025年第一季度产量为3.28万吨（33.75%权益计算），同比-0.31万吨（-9%），反映了预期的采矿序列，显示出较低的铜品位/较高的锌品位。 Collahuasi主要原因是品位和回收率较低。南美分部板块（包含Antapaccay, Lomas Bayas两个项目）Q1产量为3.8万吨，同比下滑2.34万吨，主要是因为Antapaccay矿一季度剥采比较高。

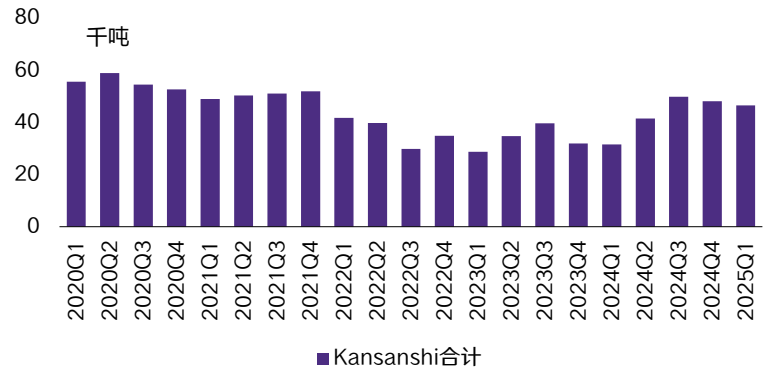
资料来源：嘉能可公司公告，华鑫证券研究

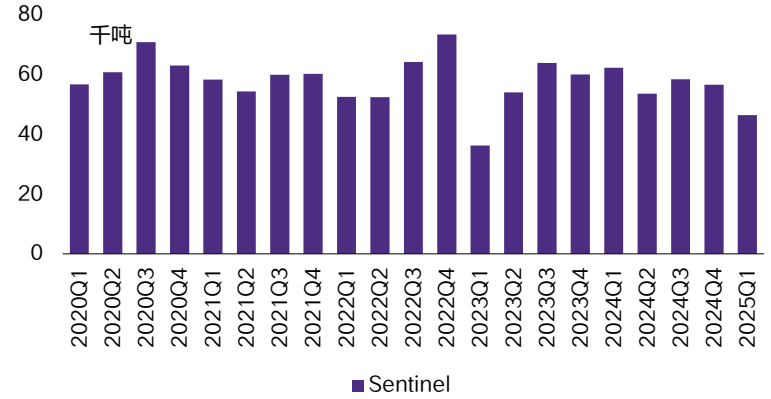
2.5 第一量子供应汇总：第一季度产量同比变化整体平稳，Cobre Panama仍处于维护状态

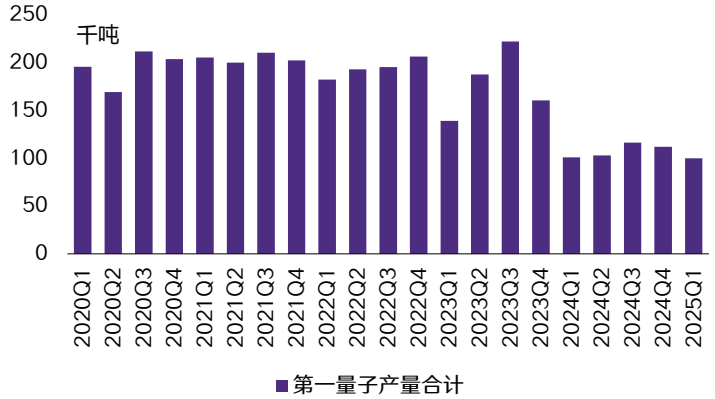
华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

第一量子各个矿山季度产量









- **Kansanshi产量同比增长，但是环比下滑。**2025年第一季度铜产量为4.65万吨，同比+1.5万吨，+47.87%；环比2024年Q4下降0.16万吨。公司预计在二季度Kansanshi的冶炼厂将有6个星期的维护性停产。此外， Kansanshi S3扩建项目预计在2025年年中建好，并在2025年下半年开始生产。S3扩建项目投产后，将使得Kansanshi项目产能增加值20-25万吨左右。

- **Sentinel产量下降。2025年第一季度的铜产量为4.64万吨，同比-1.59万吨，-25.5%。**产量下降原因是开采Stage 3部分开采的矿石品位较低。由于产量下降，铜C1现金成本为每磅2.55美元，比上一季度高出0.44美元。

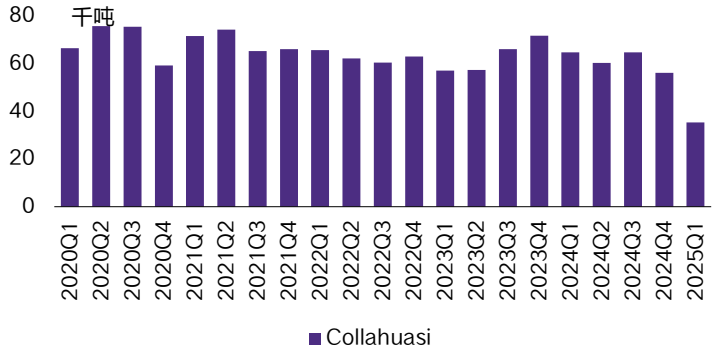
- **Cobre Panama最新动态：**未生产，第一季度的成本约为每月1300万美元，其中包括人工、维护备件、承包商服务、电力和其他一般费用，包括提高透明度和提供有关 Cobre Panamá 的可访问信息的公众参与计划。在获得铜精矿出口和发电厂重启的正式批准之前，保存和安全管理成本 （“P&SM”）预计将与当前费率持平。

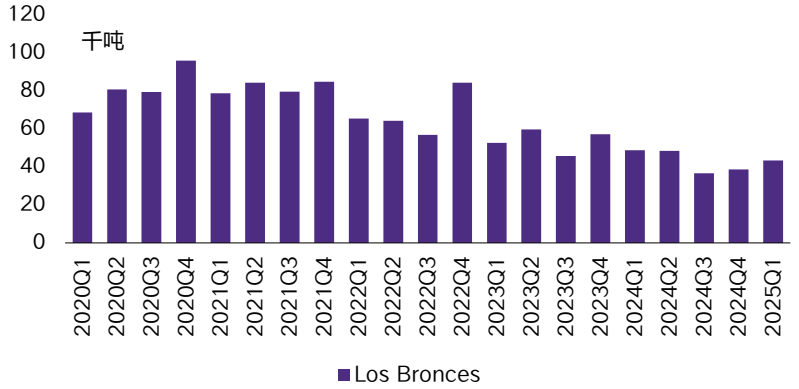
- **第一量子2025年第一季度总产量9.97万吨，同比-0.1万吨，-0.9%。**虽然同比波动不大，但是环比下滑较多，环比-11%，环比2024年Q4下滑较多的原因，主要是因为Sentinel的产量较低。Kansanshi和Sentinel遇到了赞比亚降雨的季节性影响，但是，排水和泵送解决方案都得到了充分应对。铜C1现金成本环比上升0.27美元/磅，至1.95美元/磅，主要因为铜产量环比下降以及赞比亚员工和维护成本上升。

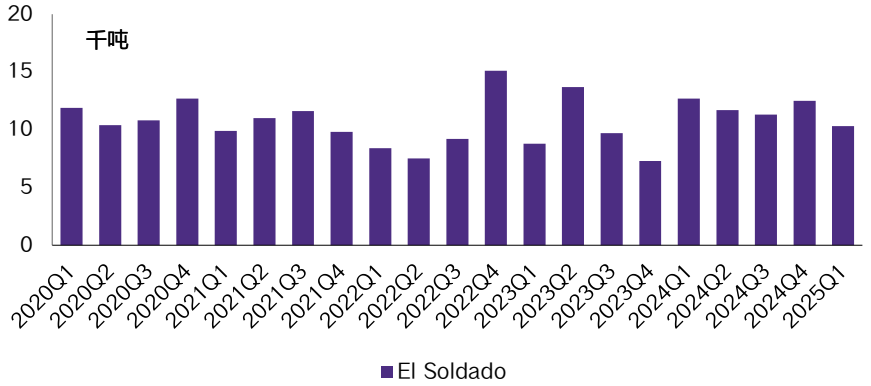
资料来源：第一量子公司公告，华鑫证券研究

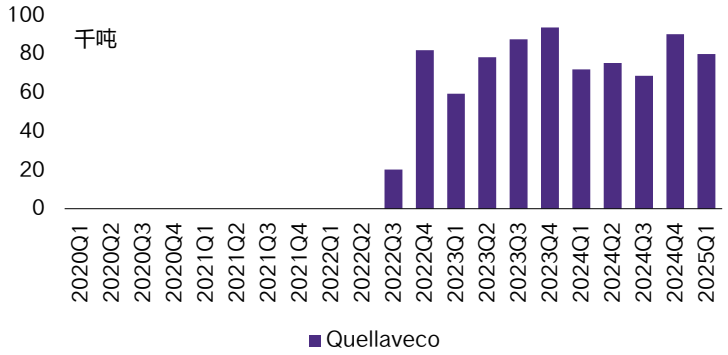
2.6 英美资源供应汇总：2025年第一季度产量下滑，受Collahuasi和Los Bronces影响

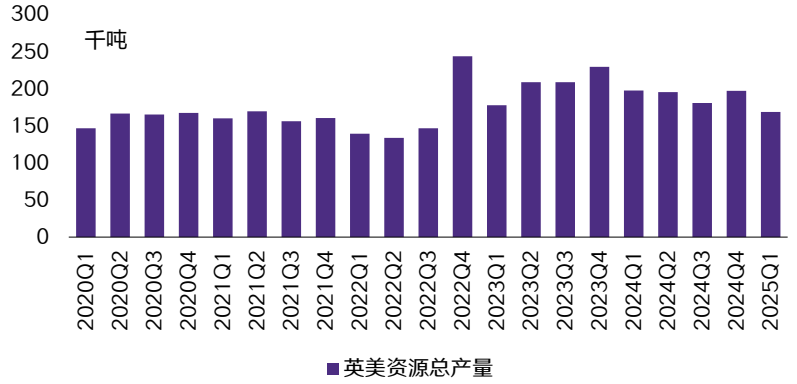
英美资源各个矿山季度产量











- **英美资源2025年第一季度铜总产量为16.89万吨，同比-2.92万吨，下滑幅度-14.7%。**英美资源一季度产量下滑是因为智利区域铜矿产出下滑，主要是Collahuasi铜矿产量的下滑。

- **智利区域（Collahuasi、Los Bronces和El Solado）**
- 2025年第一季度Los Bronces矿产量4.34万吨，同比-0.53万吨，下滑幅度-10.9%。这是因为矿石品位提高（从0.47%升至0.57%）和工厂运营及回收率改善，部分抵消了较小且成本更高的Los Bronces工厂在2024年7月底进入维护状态的影响。

- Collahuasi2025年第一季度铜产量为3.53万吨（权益产量），同比-2.94万吨，下滑幅度-45.4%。产量下滑是因为矿石品位下降（从1.20%降至0.86%），处理低品位矿石导致铜回收率降低。

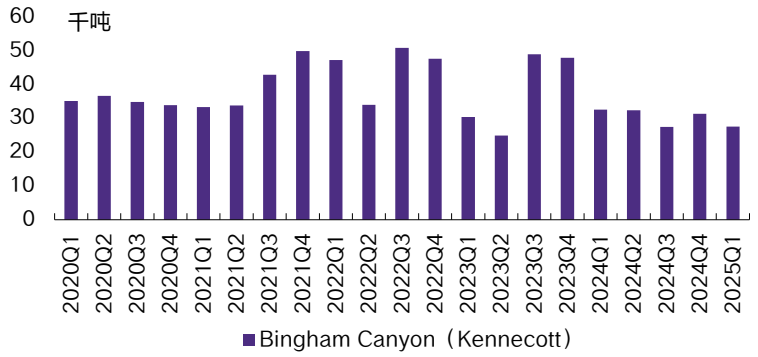
- El Soldado2025年第一季度产量为1.03万吨，同比-0.24万吨，下滑幅度18.9%，这是因为计划中的维护和矿石品位略降（从0.94%降至0.92%）导致处理量减少。

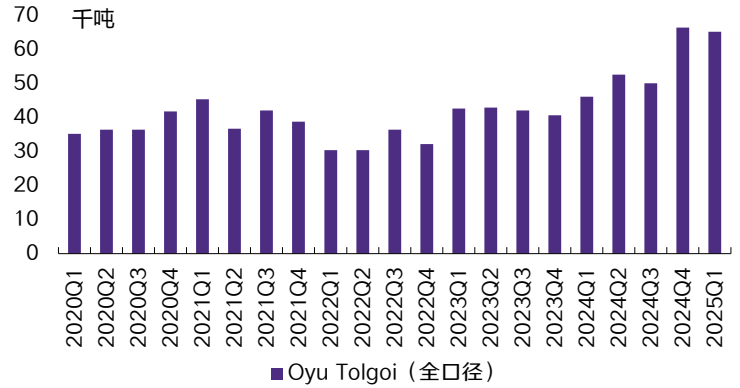
- **秘鲁区域（Quellaveco）**。2025年第一季度产量7.99万吨，同比+0.79吨，增长11.0%。这是因为矿石品位提高（从0.72%升至0.80%）和运营表现提升。

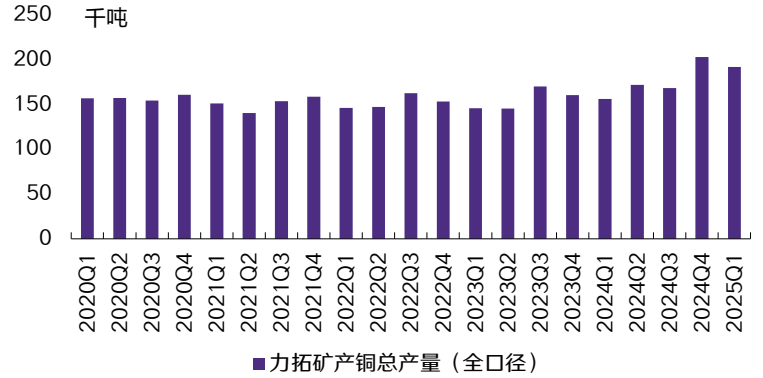
资料来源：英美资源公司公告，华鑫证券研究

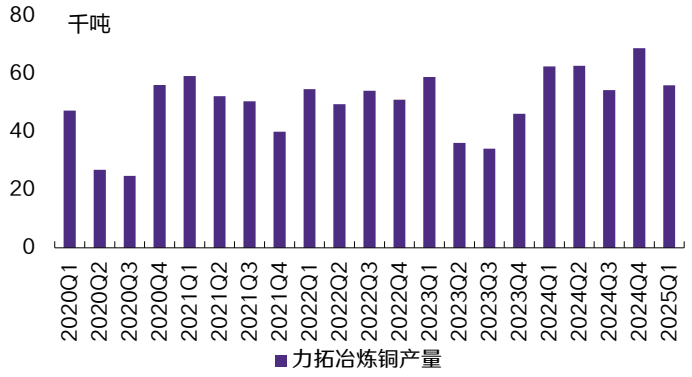
2.7 力拓供应汇总：2025年第一季度产量下滑

力拓各个矿山季度产量









- **Escondida：**力拓占有30%权益，Q1权益产量9.87万吨，同比+2.15万吨，+27.85%。产量提升主要是因为采矿序列的变化，导致了原矿入选品位的提升。
- **Oyu Tolgoi:第一季度产量6.52万吨，同比+1.91万吨，+41.6%（全口径）。**地下矿山继续刷新物料处理记录，平均达到28ktpd，最高记录为45ktpd。项目爬坡仍在轨道上，预计到2028年至2036年，地下和露天矿山每年平均铜产量达到50万吨。
- **Bigham Canyon项目：**由于地质问题导致精矿库存减少，产量下降。
- **力拓2025年度第一季度矿山铜总产量19.14万吨，同比+22.8%，+3.56万吨；冶炼铜2025年第一季度总产量5.59万吨，同比-10.6%，-0.66吨。**

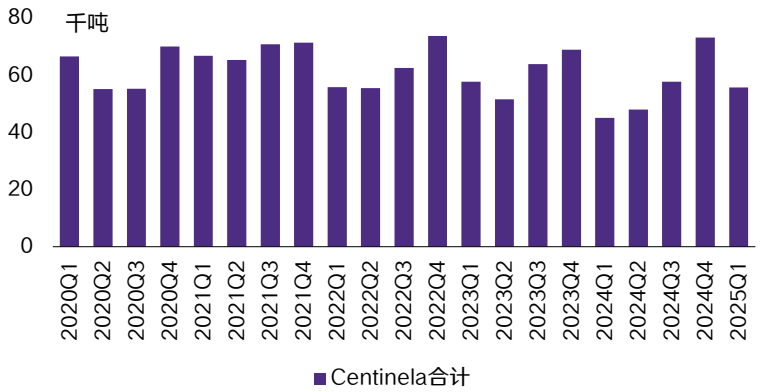
资料来源：力拓公司公告，华鑫证券研究

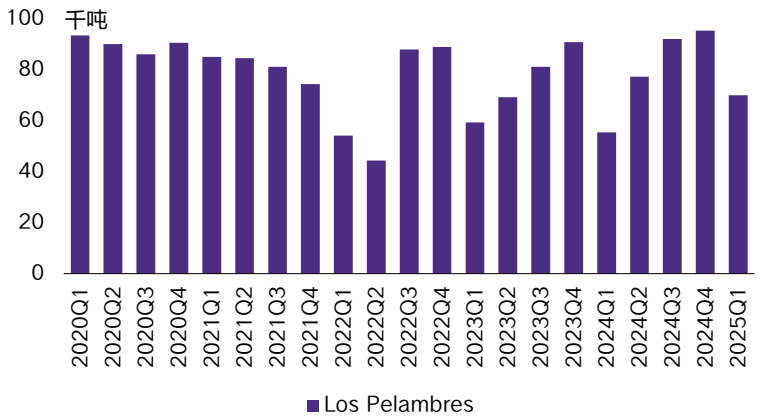
注：Escondida矿山按公司30%权益口径计算。Oyu tolgoi公司持有66%股权，但是按100%权益计算产量。

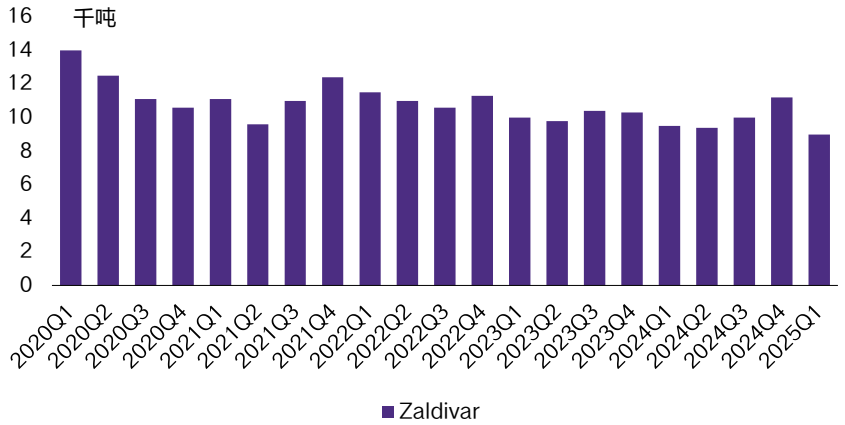
2.8 安托法加斯塔供应汇总：2025Q1产量增长，全年产量指引保持在66-70万吨不变

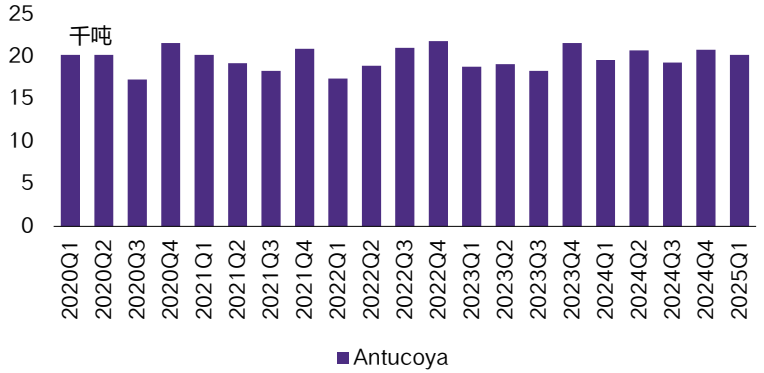
华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

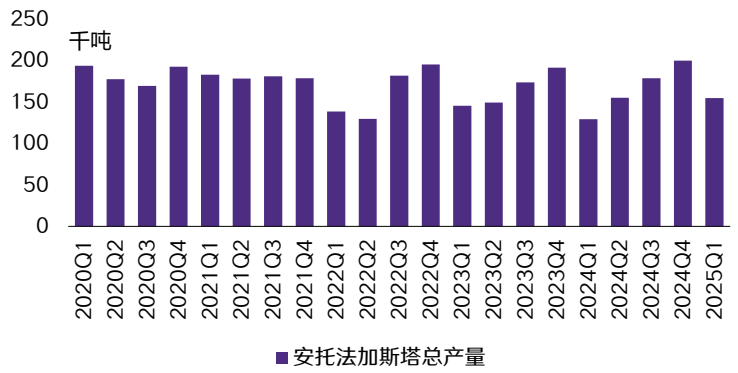
安托法加斯塔各个矿山季度产量











- **Los Pelambres：2025年一季度铜总产量6.99万吨，同比+26.4%，+6.99万吨。**同比增长主要是前一年同期在维护管道，产量基数低。

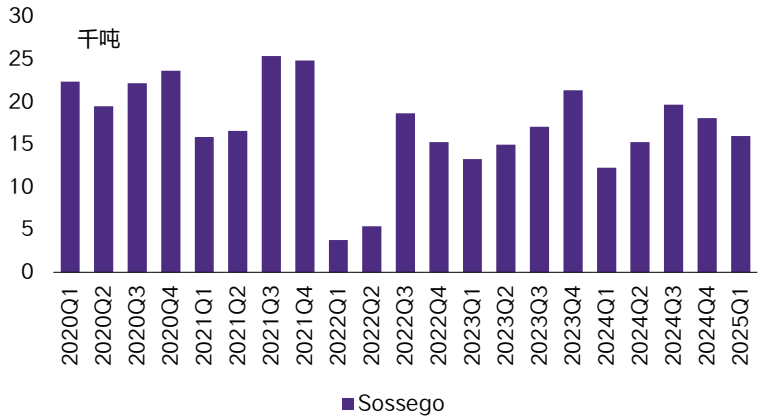
- **Centinela：2025年一季度铜总产量5.57万吨，同比+23.78%，+1.07万吨。尽管**Centinela的阴极铜产量有下降，但是Centinela铜精矿的增产，带来了整体矿山铜产量的增长。
- **增量项目：**Centinela二期选矿厂项目2024年4月开始动工，预计2027年投产，将增加17万吨铜产量/年。

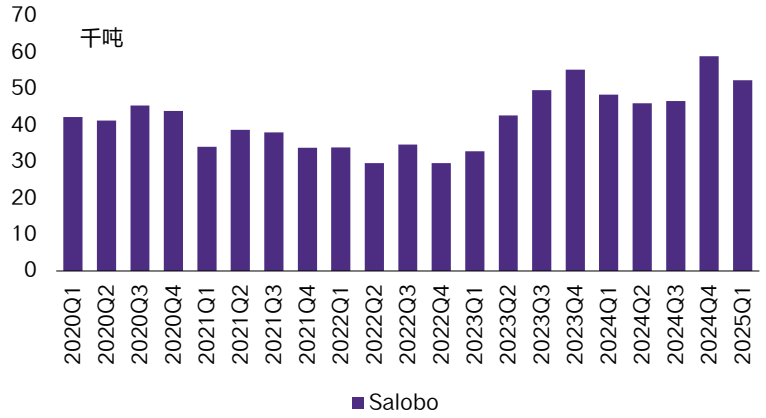
- **安托法加斯塔2025年一季度铜总产量15.47万吨，同比+19.63%，+2.54万吨。**铜矿产量增长主要是由于Los Pelambres and Centinela Concentrates的产量增加。**2025年铜产量指引保持为66-70万吨。**

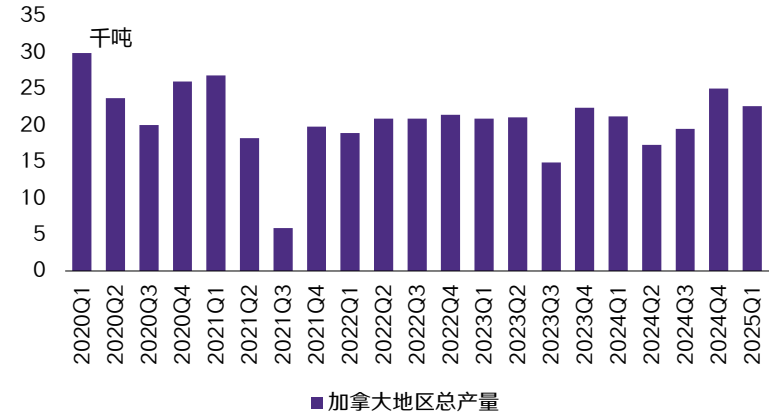
资料来源：安托法加斯塔公司公告，华鑫证券研究

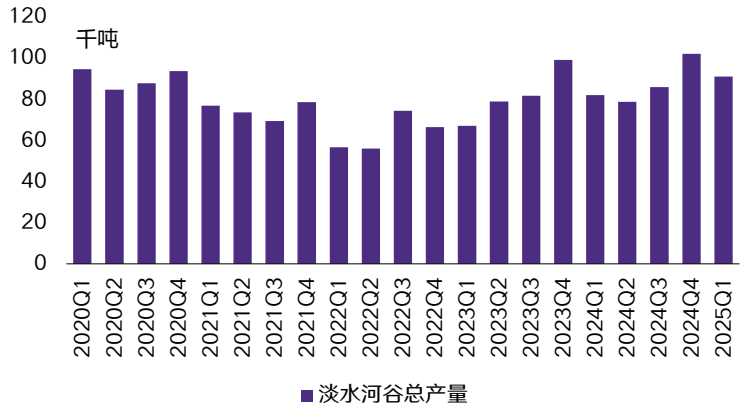
2.9 淡水河谷供应汇总：2025第一季度产量同比增长

淡水河谷各个矿山季度产量







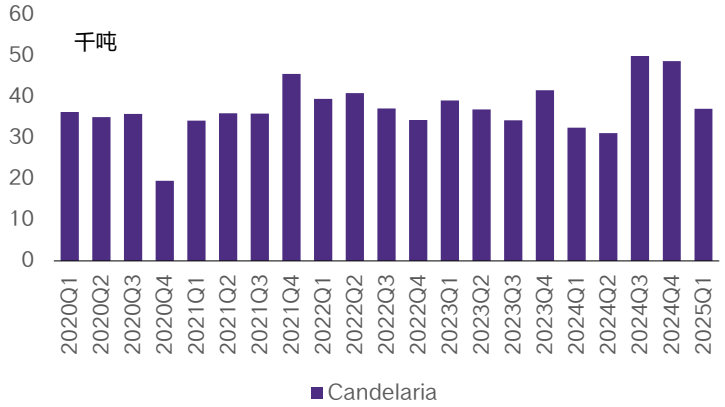


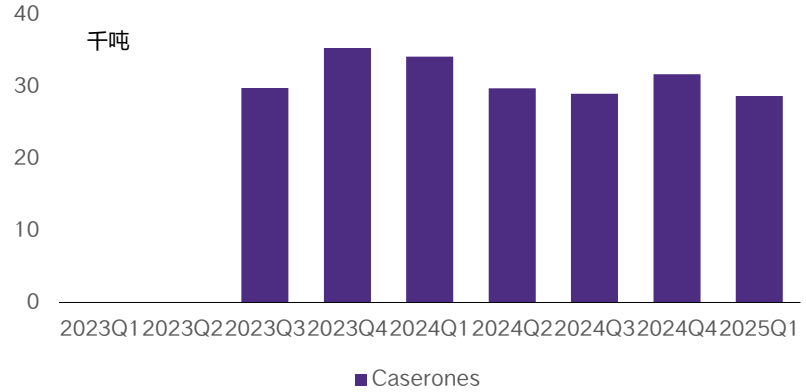
- Salobo：2025年第一季度产量5.23万吨，同比+0.39万吨，+8.1%。这是由于持续稳定的运营表现，Salobo综合体的吞吐量在90天内平均超过35百万吨。
- Sossego：2025年第一季度产量1.6万吨，同比+0.37万吨，+30.1%。这是由于去年较低的基数，计划中的维护停产影响了2024年第一季度的表现。
- Canada：2025年第一季度总产量2.26万吨，同比+6.6%，+0.14万吨。主要反映了Voisey’s Bay作业的逐步提升和稳定表现。
- **淡水河谷2025年第一季度铜总产量9.09万吨，同比+10.9%，+0.9万吨。**

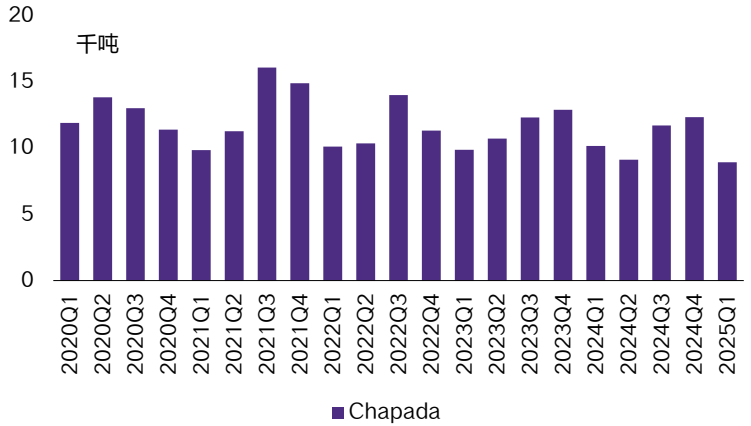
资料来源：淡水河谷公司公告，华鑫证券研究

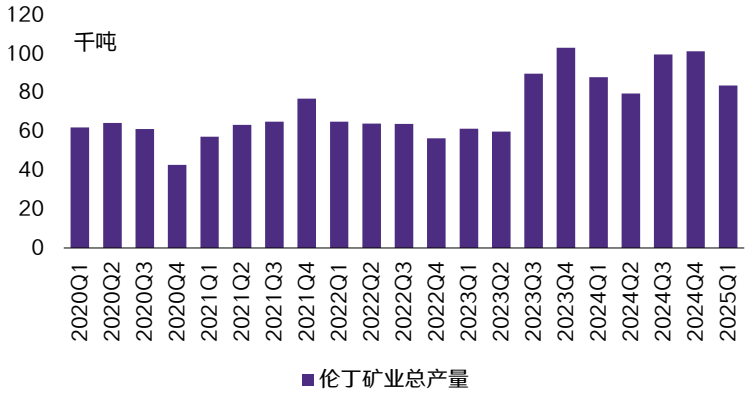
2.10 伦丁矿业供应汇总：2025年第一季度总产量略下滑，但Candelaria表现强劲

伦丁矿业各个矿山季度产量







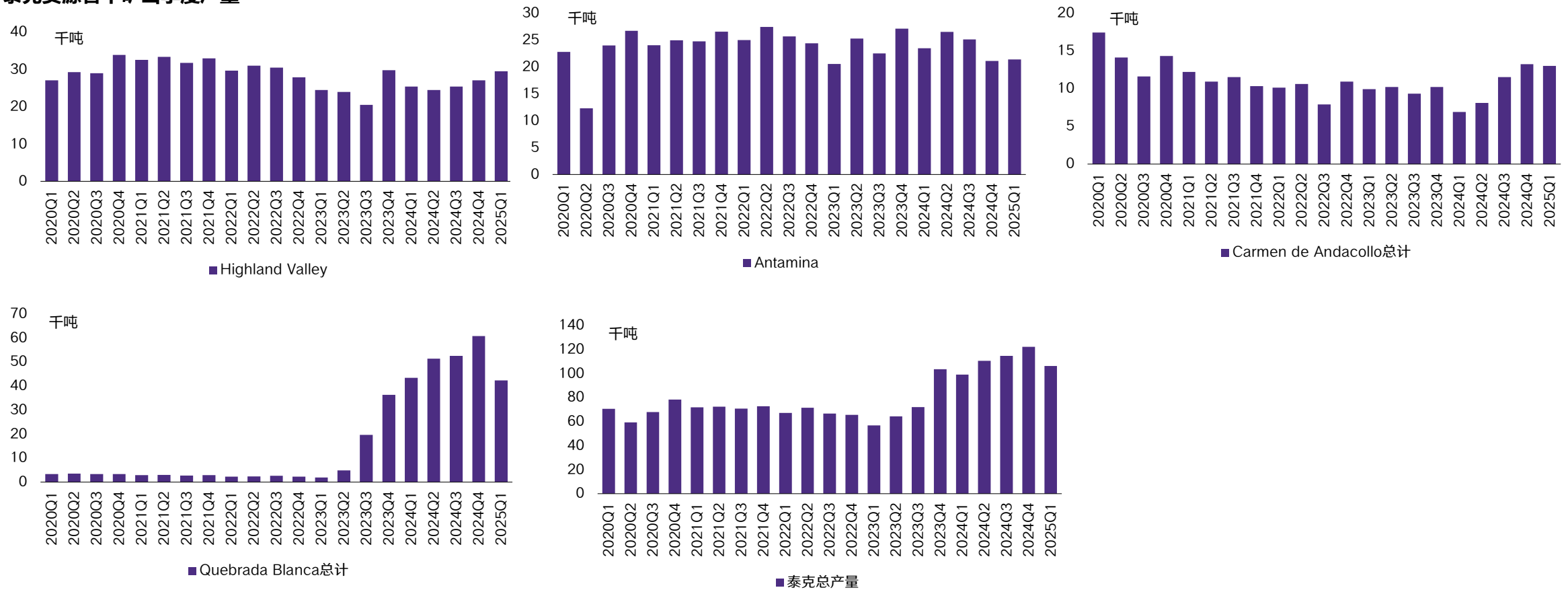


- Candelaria：2025年第一季度生产了3.71万吨铜精矿，同比+13.97%。本季度的产量因露天矿场第11阶段部分区域的矿石软度高于预期而增加，带来处理量上升。
- Caserones：2025年第一季度生产了2.87万吨总铜（100% 权益计算，实际公司持有70%股份），同比-16.09%。由于磨矿厂的高处理量和运营效率提高，抵消了因排序导致的低于预期的品位，产量得到积极影响。
- Chapada：2025年第一季度生产了0.89万吨铜精矿，同比-12.1%。铜的产量因加工更多旧低品位库存导致回收率降低而受到影响。
- **伦丁矿业2025年铜总产量8.39万吨，同比-4.71%，-0.42万吨。**

资料来源：伦丁矿业公司公告，华鑫证券研究

2.11 泰克资源供应汇总：公司一季度产量略微增长，主要是因为两个中型矿山的增长

泰克资源各个矿山季度产量



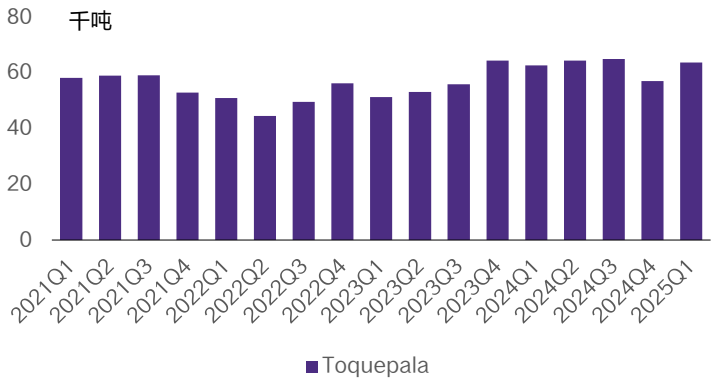
- Quebrada Blanca：2025第一季度产量达到4.23万吨，同比-0.1万吨，-2.3%。一月份因为维护停产了18天，后面产能持续恢复。根据指引2025、2026、2027和2028该矿产量指引中值分别为25.0、29.5、29.5和28.5万吨。

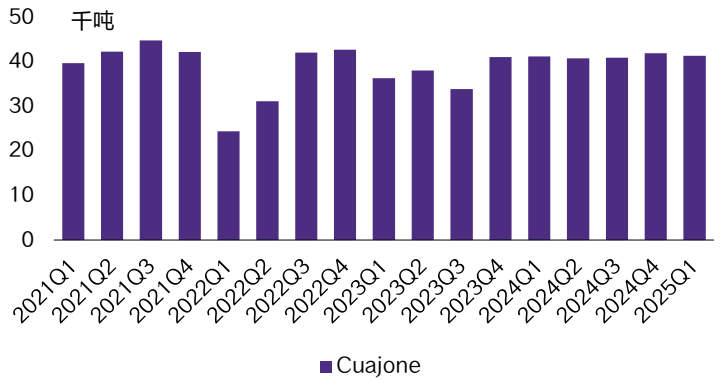
- **泰克资源2025年一季度铜总产量10.62万吨，同比+7.2%，+0.72万吨。**产量增长主要是得益于 Carmen de Andacollo 和 Highland Valley Copper 的品位和磨机产量增加。根据公司规划2025、2026、2027和2028年公司铜矿产量指引中值分别为52.75、58.50、56.5和49万吨。（2025年产量预期前次为55万吨。）

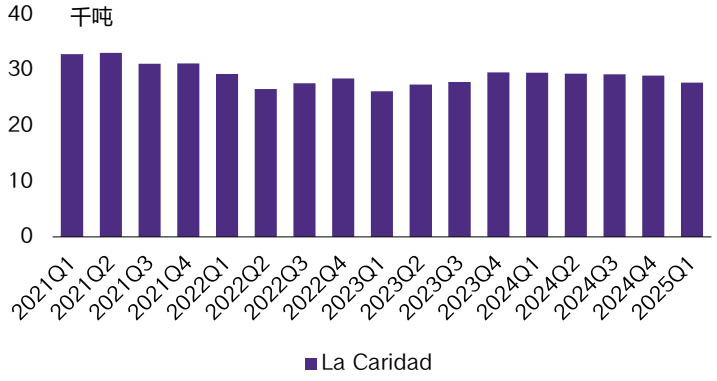
2.12 南方铜业供应汇总：2025年Q1铜矿产量同比持平，现金成本同比下滑

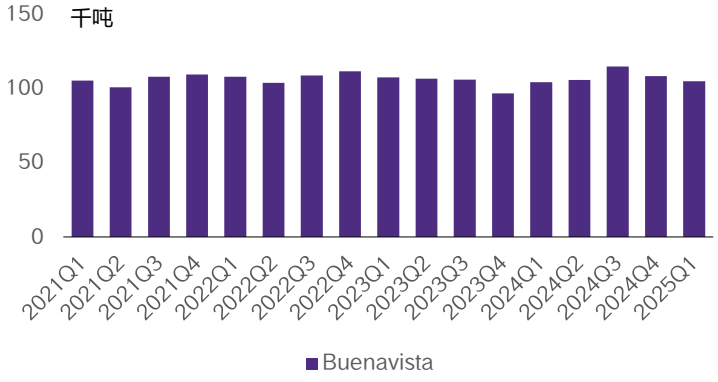
华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

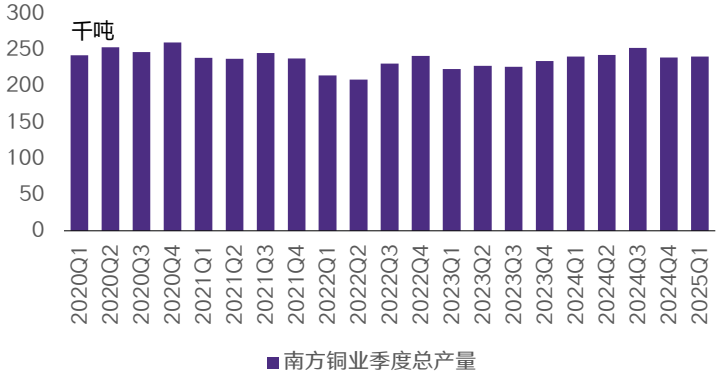
南方铜业各个矿山季度产量











- **南方铜业季度铜产量：**2025年一季度南方铜业铜产量24.02万吨，同比持平。

- 2025Q1各个矿山产量表现整体平稳。
- **2025Q1现金成本和扣除副产物现金成本均有下降。**2025年Q1铜产品现金成本由上年同期的2.11美元/磅下降至了2.05美元/磅。扣除副产物的现金成本由上年同期1.07美元/磅降至0.77美元/磅。
- **Q1副产物产量：**钼产量0.77万吨，锌产量3.94万吨，白银产量168吨。

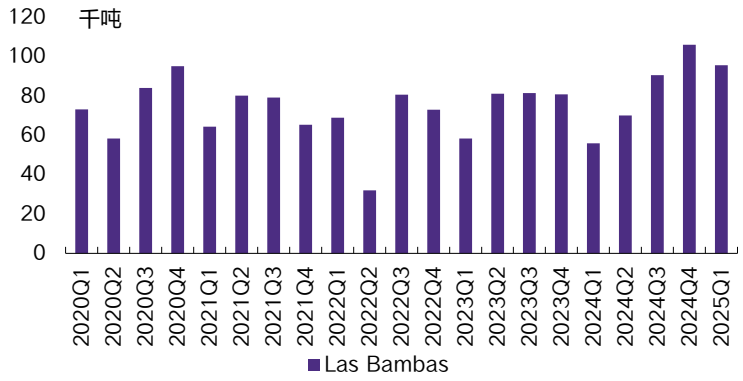
增量项目

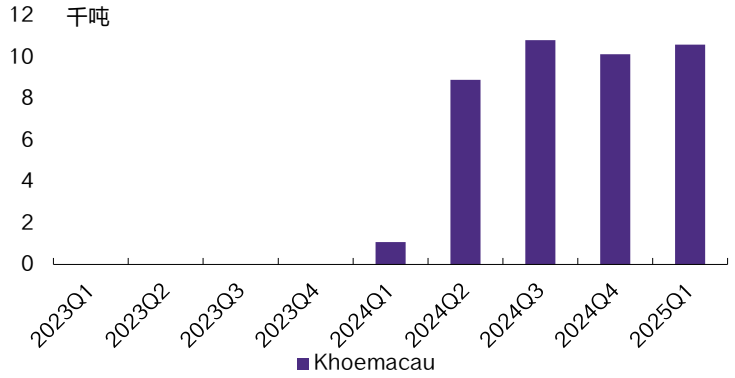
- Tia Maria-Arequipa：目前处在早期建设阶段，通道和平台的进展已达到61%。公司将建立临时营地，同时进行大规模的土方工程建设；并启动采矿活动。预计2027年投产，将年产12万吨湿法铜产能。
- Los Chancas-Apurimac: 项目是位于秘鲁的绿地项目。计划露天开采，年产1.3万吨湿法铜和7500吨钼。项目预计2031年投产。
- Michiquillay Project-Cajamarca: 项目是南方铜业在2018年获得的。公司计划总投资25亿美元来开发，预计2032年能投产，年产22.5万吨铜，并持续生产25年。

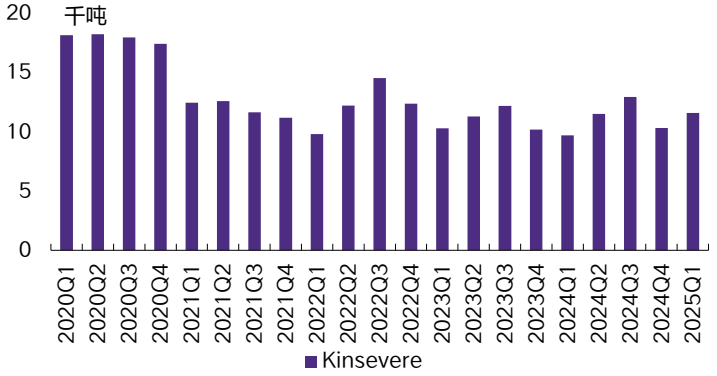
资料来源：南方铜业公司公告，华鑫证券研究

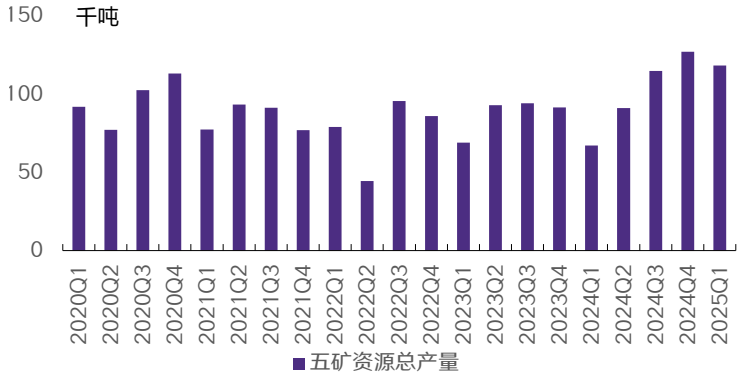
2.13 五矿资源供应汇总：2025年Q1铜矿产量强劲增长

五矿资源各个矿山季度产量







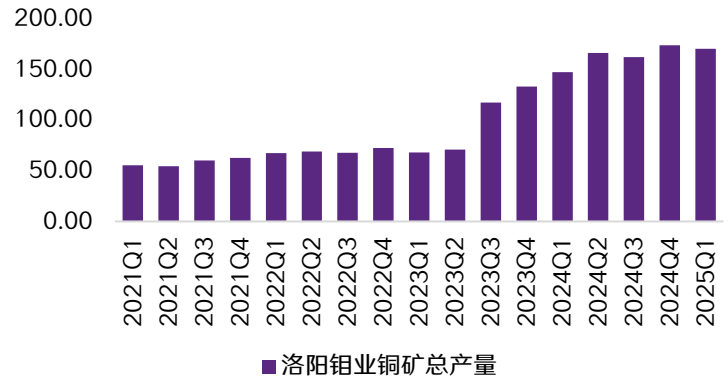


- **五矿资源铜产量：**2025年Q1五矿资源铜产量11.82万吨，同比+5.11万吨，+76.1%。公司产量增长主要是因为Las Bambas和Kinsevere产量的增长。同时Khoemacau铜矿实现了完整季度生产。
- **Las Bambas铜产量：**2025年Q1的Las Bambas铜产量9.57万吨，同比+3.97万吨，+70.9%。2025Q1产量大幅增长得益于多重因素，包括更高的选矿品位（铜的品位为0.88%，二零二四年第一季度为0.54%），以及选矿回收率提高（由二零二四年第一季度的86.2%提升至88.1%）。Ferrobamba和Chalcobamba矿坑的采矿活动保持稳定，推动本季度采矿量达到2千万吨的创纪录高位。
- **Kinsevere铜矿：**2025年Q1铜产量1.16万吨，同比+0.19万吨，+19.32%。产量增长得益于硫化物生产线的爬坡。本季度中尽管当地电网限电导致多次停电，Kinsevere仍通过硫化矿选厂和现有氧化矿湿法冶金厂处理了97.5万吨矿石。2025年产量指引保持在6.6-6.9万吨。
- **Khoemacau:** 2025年Q1铜产量1.06万吨。2025年铜产量指引仍为4.3-5.3万吨。预计2026-2027年年产量提升至6万吨，矿山将利用现有年处理量365万吨的选厂，通过增加采矿工作面和提高运营灵活性，重点开拓较高品位矿段。

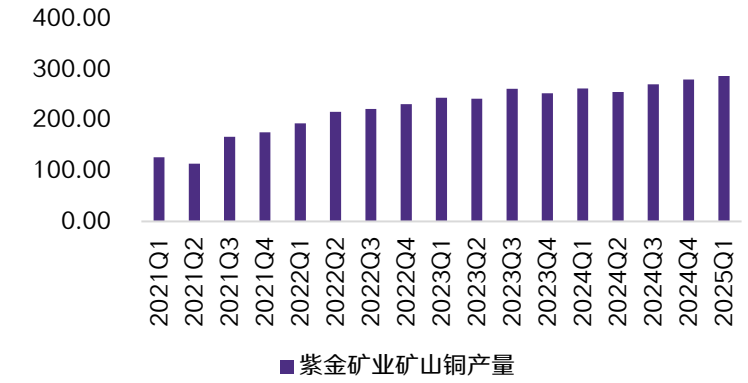
资料来源：五矿资源公司公告，华鑫证券研究

2.14 洛阳钼业+紫金矿业：2025年Q1铜矿产量强劲增长，紫金矿业主力铜矿下调产量预期

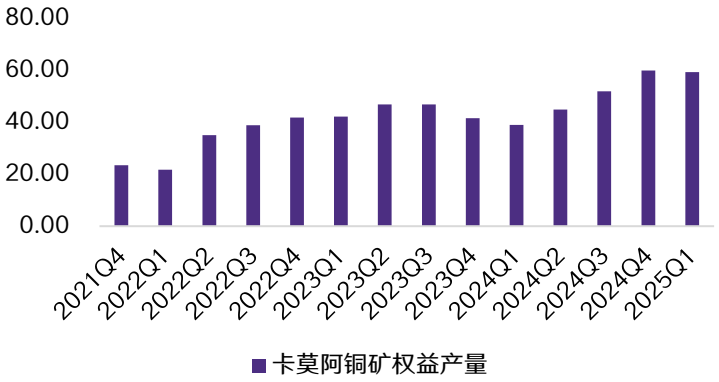
洛阳钼业铜矿季度产量



紫金矿业铜矿季度产量



紫金矿业卡莫阿铜矿季度权益产量



- **洛阳钼业:** 2025年Q1铜产量17.06万吨，同比+2.31万吨，+15.65%。2025年产量指引在60-66万吨。

- **紫金矿业矿山铜产量：** 2025年Q1紫金矿业铜产量28.76万吨，同比+2.49万吨，+9.49%。报告期内，紫金矿业公司矿山产铜单位成本为2.4万元/吨，同比上升1697元/吨。公司矿产品单位销售成本有所上升，系品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升所致。

- **紫金矿业卡莫阿铜矿权益产量：** 2025年Q1卡莫阿权益铜产量5.92万吨，同比+2.04万吨，+52.42%。2025年5月由于矿震影响，卡莫阿铜矿曾部分暂停井下采矿作业，6月公司公告将卡莫阿铜矿全年产量指引由原来的52-58万吨，下调至37-42万吨。

资料来源：洛阳钼业公司公告，华鑫证券研究

风 险 提 示

1）美国通胀再度大幅走高；2）美联储超预期加息；3）海外铜矿企业投产进度超预期；4）国内铜矿企业加快新矿开发； 5）全球铜需求恢复不及预期；6）全球陷入经济危机等。

有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值

报告编号：250620134658