

2024 年 06 月 21 日

有色金属

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

资源为王：全球铜矿 24 年一季报更新

目 2024 年 Q1 铜矿生产情况汇总：Q1 产量同比上升，但生产扰动较多

2024 年 Q1 全球主要矿区铜矿产量同比上升。我们统计的 12 家海外主要铜矿企业 24Q1 铜矿产量合计为 254.2 万吨，同比+6%，其中必和必拓、自由港和英美资源同比增幅显著。

铜矿入选品位下降影响产量。Q1 自由港北美地区、嘉能可 Mutanda、英美资源 Los Bronces、安托 Los Pelambres 铜产销量同比下降，主要因矿石品位下降。Escondida、Collahuasi 品位有所上升。

海外冶炼存在较大增量。自由港年处理能力 170 万吨铜精矿的印尼 Manyar 冶炼厂项目接近完成，预计将在 2024 年 5 月-12 月实现产能爬坡，将成为海外重要的冶炼增量。另外 Kamo-a-Kakula 冶炼厂项目每年可生产 50 万吨含铜超过 99% 的粗铜和阳极铜，Q1 项目建设已完成 81%。

减停产事件影响持续。第一量子 Cobre Panama 矿山生产中中断自 2023 年 11 月起进入保护和安全管理阶段，仍未实现复产。

目 铜矿价格端情况汇总：铜价环比上涨，铜精矿 TC 走低凸显供给紧张

2024 年一季度的进口铜精矿 TC 季均价为 25.47 美元/吨，环比-68.0%，铜精矿减停产事件频繁发生，供给趋紧 TC 大幅下降。2024 年一季度 LME 铜季度均价为 8438.3 美元/吨，环比+3.4%，同比-5.5%。

投资建议

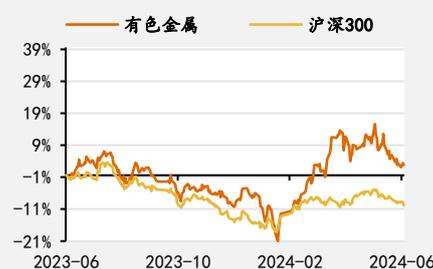
国内宏观支持延续，以旧换新提振铜终端消费。铜矿端减停产频发，供给端硬约束凸显，铜价中枢有望持续上移，推荐铜板块。**建议关注：金诚信、西部矿业、洛阳钼业、藏格矿业、河钢资源、江西铜业、铜陵有色、云南铜业等。**

目 风险提示：需求不及预期；铜价大幅波动；供应超预期恢复。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价（元） 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.9	2.7	12.2
绝对收益	-11.0	0.4	1.4

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinj1@essence.com.cn

周古玥 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123050031

zhouguy@essence.com.cn

相关报告

美国通胀数据缓和延续，下游需求步入淡季金属价格震荡	2024-06-16
铜下游消费有所好转，非农就业超预期施压金属价格	2024-06-10
节能减碳方案约束供给，美国经济数据转弱金价震荡	2024-06-02
欧美制造业 PMI 改善，金属价格高位震荡	2024-05-26
COMEX 铜低库存下显逼仓行情，黄金价格再迎突破	2024-05-19

目 录

1. 2024 年 Q1 铜资源生产情况汇总：产量上升但扰动较多，全年生产指引保持不变.....	4
1.1. 铜矿生产情况汇总：Q1 产量同比上升，但生产扰动较多.....	4
1.2. 铜矿价格端情况汇总：铜价环比上涨，铜精矿 TC 走低凸显供给紧张.....	4
1.3. 铜矿公司指引：基本维持不变.....	5
2. 2024 年 Q1 全球铜企生产情况梳理.....	5
2.1. 自由港麦克莫兰：Q1 产销稳步提升，印尼冶炼厂项目接近完工.....	5
2.2. 嘉能可：Mutanda 铜矿品位下降，铜锌产量环比下降.....	7
2.3. 必和必拓：Q1 铜矿表现强劲，产销量有所提升.....	9
2.4. 墨西哥铜业集团：产销持续提升，价格下降拖累营收.....	10
2.5. 英美资源：Q1 产量有所回升，低品位带来产量压力.....	11
2.6. 南方铜业：Q1 产量上升，成本管理能力强.....	12
2.7. 力拓：全年指引目标不变，Oyu Tolgoi 地下项目进展顺利.....	13
2.8. 安托法加斯塔：产量同环比均下降，主要受品位及管道维护影响.....	14
2.9. 第一量子：巴拿马铜矿生产中断拖累，其余项目稳步推进.....	15
2.10. 泰克资源：QB 矿山产量稳步增长，折旧推高平均成本.....	17
2.11. MMG：Q1 产量略有下降，Khoemacau 收购增加业务规模.....	18
2.12. 艾芬豪矿业：雨季影响 Kamoia 产量表现，推进冶炼厂建设.....	19
3. 投资建议.....	21
4. 风险提示.....	22

目 录

图 1. 进口铜精矿 TC.....	5
图 2. LME 铜季度均价.....	5
图 3. 嘉能可铜产量（千吨）.....	8
图 4. 嘉能可锌产量（千吨）.....	9
图 5. 嘉能可镍产量（千吨）.....	9
图 6. 墨西哥铜业铜平均价格.....	11
图 7. 墨西哥铜业锌平均价格.....	11
图 8. 英美资源铜产量情况.....	12
图 9. 英美资源铜销量情况.....	12
图 10. 英美资源镍产量情况.....	12
图 11. 英美资源镍销量情况.....	12
图 12. 力拓铜产量情况.....	14
图 13. 力拓精炼铜产量情况.....	14
图 14. Kamoia-Kakula 现金成本情况.....	20
图 15. Kamoia-Kakula 生产精矿含铜情况.....	20
表 1: 主要海外铜矿公司一季度产量情况.....	4
表 2: 主要海外铜矿公司产量指引.....	5
表 3: 自由港麦克莫兰北美地区.....	6
表 4: 自由港麦克莫兰南美地区.....	6
表 5: 自由港麦克莫兰印尼地区.....	7
表 6: 嘉能可全年生产指引.....	9
表 7: 必和必拓铜产销量（千吨）.....	10

表 8: 墨西哥铜业矿业部门经营业绩	10
表 9: 南方铜业 24Q1 经营业绩	12
表 10: 安托法加斯塔各矿厂情况	15
表 11: 第一量子 2024Q1 经营业绩	15
表 12: 第一量子 2024 全年生产指引	17
表 13: 泰克资源生产指引 (千吨)	18
表 14: MMG 生产指引 (千吨、美元/磅)	19
表 15: 铜板块关注标的	22

1. 2024 年 Q1 铜资源生产情况汇总：产量上升但扰动较多，全年生产指引保持不变

1.1. 铜矿生产情况汇总：Q1 产量同比上升，但生产扰动较多

2024 年 Q1 全球主要铜矿公司产量同比上升。我们统计的 12 家海外主要铜矿企业 24Q1 铜矿产量合计为 254.2 万吨，同比+6%，环比-9%，其中必和必拓、自由港和英美资源同比增幅显著。

表1：主要海外铜矿公司一季度产量情况

	24Q1 铜产量 (万吨)	23Q4 铜产量 (万吨)	23Q1 铜产量 (万吨)	同比	环比
自由港	49.2	55.8	43.8	12%	-12%
嘉能可	24.0	27.4	24.4	-2%	-13%
必和必拓	46.6	43.5	40.5	15%	7%
墨西哥铜业	26.8	26.4	25.3	6%	1%
英美资源	19.8	23.0	17.8	11%	-14%
南方铜业	24.0	23.4	22.3	8%	3%
力拓	15.6	16.1	14.6	7%	-3%
安托法加斯塔	12.9	19.1	14.5	-11%	-32%
第一量子	10.1	16.0	13.9	-27%	-37%
泰克资源	9.9	10.3	5.7	74%	-4%
MMG	6.7	8.1	6.9	-3%	-17%
艾芬豪矿业	8.6	9.2	9.4	-8%	-7%
合计	254.2	278.5	239.1	6%	-9%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

铜矿入选品位下降影响产量。Q1 自由港北美地区、嘉能可 Mutanda、英美资源 Los Bronces、安托 Los Pelambres 铜产销量同比下降，主要因矿石品位下降。Escondida、Collahuasi 品位有所上升。

海外冶炼存在较大增量。自由港年处理能力 170 万吨铜精矿的印尼 Manyar 冶炼厂项目接近完成，预计将在 2024 年 5 月-12 月实现产能爬坡，将成为海外重要的冶炼增量。另外 Kamoakakula 冶炼厂项目每年可生产 50 万吨含铜超过 99% 的粗铜和阳极铜，Q1 项目建设已完成 81%，按计划将于 2024 年第四季度末竣工，于 2024 年底投产。

减停产事件影响持续。第一量子 Cobre Panamá 矿山生产中自 2023 年 11 月起进入保护和安全管理阶段，仍未实现复产。

1.2. 铜矿价格端情况汇总：铜价环比上涨，铜精矿 TC 走低凸显供给紧张

2024 年一季度的进口铜精矿 TC 季均价为 25.47 美元/吨，环比-68.0%，铜精矿减停产事件频繁发生，供给趋紧 TC 大幅下降。2024 年一季度 LME 铜季度均价为 8438.3 美元/吨，环比+3.4%。

● 2024 年一季度主要企业铜价如下：

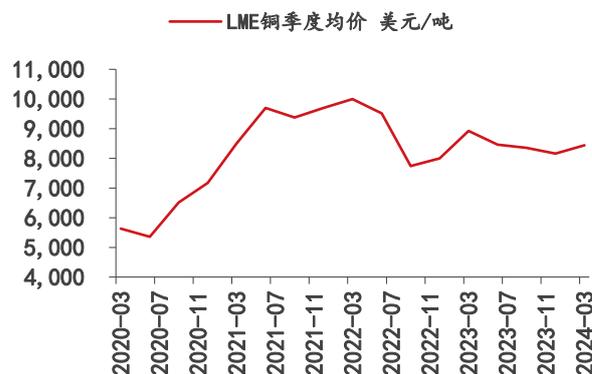
- ✓ 自由港麦克莫兰一季度铜平均实现价格 3.94 美元/磅，同比-4.14%。
- ✓ 墨西哥铜业一季度铜平均价格 3.86 美元/磅，同比-5.6%。
- ✓ 英美资源一季度铜实现价格 3.95 美元/磅，同比-12%。
- ✓ 安托法加斯塔一季度铜实现价格为 3.97 美元/磅，同比-11.4%。
- ✓ 艾芬豪 Kamoakakula 一季度铜实现价格为 3.82 美元/磅，同比-5.5%。

图1. 进口铜精矿 TC



资料来源：SMM，国投证券研究中心

图2. LME 铜季度均价



资料来源：SMM，国投证券研究中心

1.3. 铜矿公司指引：基本维持不变

海外铜矿公司一季报财报基本均未对年度产量、成本指引做出调整，维持不变。2024 年 Q1 主要企业生产指引如下：

- ✓ 力拓：2024 年矿产铜（合并基础）全年现行产量指引目标为 66-72 万吨；2024 年精铜全年现行产量指引目标为 23-26 万吨；铜的 C1 单位成本指引目标保持不变，为 1.4-1.6 美元/磅。
- ✓ 安托法加斯塔：全年铜产量指引为 67-71 万吨；副产品抵扣前后的现金成本指引分别保持在 2.25 美元/磅和 1.60 美元/磅不变；资本支出指引保持在 27 亿美元。
- ✓ 必和必拓：公布 FY24 的铜产量指引仍保持在 172-191 万吨。
- ✓ 泰克资源：公布 2024 全年铜产量指引为 46.5-54 万吨，铜单位成本指引为 1.85-2.25 美元/磅。

表2：主要海外铜矿公司产量指引

	2023 年产量 (万吨)	2024 年产量指引 (万吨)	2024 年净现金成本指引 (美元/磅)
自由港	185.3	188.24	1.57
嘉能可	101	95-101	
必和必拓	171.7	172-191	
英美资源	82.6	73-79	1.57
南方铜业	91.1	93.6	
力拓	62	66-72	1.4-1.6
安托法加斯塔	66.06	67-71	1.6
第一量子	70.8	37-42	1.8-2.05
泰克资源	29.6	46.5-54	1.85-2.25
MMG	34.7264	34.95-40.45	

注：自由港为销量数据；必和必拓为澳洲财年数据

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2. 2024 年 Q1 全球铜企生产情况梳理

2.1. 自由港麦克莫兰：Q1 产销稳步提升，印尼冶炼厂项目接近完工

产销情况：2024 年 Q1 自由港铜生产总量 49.21 万吨，同比+12.44%；总销量为 50.26 万吨，同比+33.17%，比 2024 年 1 月预计的销量高出 11%，主要反映了 PT-FI 更高的采矿率、铣削率和矿石品位，另外还受到 23Q1 天气相关干扰以及与 PT Smelting 与 PT 冶炼来料加工安排相关的销售确认初始递延影响。

价格及成本：Q1 铜的平均实现价格为 3.94 美元/磅，平均单位净现金成本为 1.51 美元/磅，较去年同期的 1.76 美元/磅下降 14.20%。预计 2024 年平均单位净现金成本约为 1.57 美元/磅。

● **北美地区：**

产销情况：Q1 铜产量 3.14 亿磅（折 14.24 万吨），同比-5.42%；铜销量 3.31 亿磅（折 15.01 万吨），同比-0.30%。产量同比下降的原因在于矿石品位的下降，部分被浸出回收率的改善所抵消。公司继续推动提高生产率和设备可靠性的举措，以应对矿石品位下降。预计 2024 年北美铜销量为 13 亿磅（折 58.97 万吨）。

价格及成本：2024 年 Q1，北美铜矿的铜平均实现价格为 3.96 美元/磅，较 23 年同期-4.81%；平均单位净现金成本为 2.98 美元/磅，较 23 年同期的 2.45 美元/磅上升+21.63%，这源自较高的采矿成本和钼抵扣的减少。

表3：自由港麦克莫兰北美地区

项目	单位	24Q1	23Q1	同比变化
铜产量	百万磅	314	332	-5.42%
铜销量	百万磅	331	332	-0.30%
平均实现价格	美元/磅	3.96	4.16	-4.81%
净现金成本	美元/磅	2.98	2.45	21.63%

资料来源：FCX 公告，国投证券研究中心

● **南美地区：**

产销情况：一季度铜产量 2.8 亿磅（折 12.70 万吨），同比-7.89%；铜销量 2.84 亿磅（折 12.88 万吨），同比-5.96%。同比下降主要原因在于库存浸出矿石量减少，以及与磨机维护相关的磨矿率降低。

价格及成本：一季度铜平均实现价格为 3.94 美元/磅，较 23 年同期-3.43%；南美铜业务的平均单位净现金成本为 2.60 美元/磅，高于 2023 年 Q1 的 2.20 美元/磅，主要反映了钼副产品抵扣和铜产量的下降。

表4：自由港麦克莫兰南美地区

项目	单位	24Q1	23Q1	同比变化
铜产量	百万磅	280	304	-7.89%
铜销量	百万磅	284	302	-5.96%
平均实现价格	美元/磅	3.94	4.08	-3.43%
净现金成本	美元/磅	2.60	2.20	18.18%

资料来源：FCX 公告，国投证券研究中心

● **印尼地区：**

产销情况：Q1 铜产量 4.91 亿磅（折 22.27 万吨），同比+49.24%；铜销量 4.93 亿磅（折 22.36 万吨），同比+148.99%，主要反映了更高的采矿、磨矿率和矿石品位。2023Q1 的销售也受到了与天气相关的中断和与 PT 冶炼收费安排相关的销售确认的最初延迟的影响。销量计划将取决于运营情况、铜精矿和阳极泥的出口许可是否能延长至 24 年 5 月、天气等。

价格及成本：Q1 印尼铜平均实现价格为 3.92 美元/磅，较 23 年同期-3.69%；单位净现金成本为 1.53 美元/磅，同比-31.37%。与 2023Q1 相比，2024Q1 单位净现金抵扣为 0.12 美元/磅铜，上升 0.04 美元/磅，主要反映了销量提升，部分被较低的副产品抵扣和较高的出口关税所抵消。

项目进展：印尼冶炼厂项目接近完成，截至 2024 年 3 月 31 日，印尼冶炼厂项目的进展情况约为 92%。印尼 Gresik 的 Manyar 冶炼厂（每年可处理约 170 万吨铜精矿）的建设进度如期推进，目标是 2024 年 5 月完成材料建设，之后进行产能爬坡，直至 24 年 12 月。

表5：自由港麦克莫兰印尼地区

项目	单位	24Q1	23Q1	同比变化
铜产量	百万磅	491	329	49.24%
铜销量	百万磅	493	198	148.99%
平均实现价格	美元/磅	3.92	4.07	-3.69%

资料来源：FCX 公告，国投证券研究中心

产量指引：预计 2024 年 Q2 铜的总销量约为 10 亿磅（折 45.36 万吨），2024 年全年约为 41.5 亿磅（折 188.24 万吨）。

增量项目：

1) **Bagdad:** Bagdad 的储备寿命目前超过 80 年，并支持扩大业务。2023 年底，FCX 完成了技术和经济研究，这表明有机会建造新的浓缩设施，使铜的年产量增加 2-2.5 亿磅（折 9.07-11.34 万吨），是目前年产量的两倍多。估计增量项目资本性支出约为 35 亿美元（不包括长期计划所需的基础设施）。扩大业务将通过规模经济提高效率并减少单位净现金成本。项目经济情况表明，此次扩张将需要激励铜价在每磅 3.50 美元至 4.00 美元之间，大约需要三到四年的时间才能完成项目。继续进行的决定和潜在扩张的时机将考虑到整体铜市场状况、劳动力可用性和其他因素，包括将现有运输卡车车队转向自动化和扩大住房代替方案的进展。

2) **Safford/Lone Star:** 该项目完成后将每年增加 3 亿磅（折 13.61 万吨）铜产量，这反映了最初设计能力每年 2 亿磅（折 9.07 万吨）铜的扩大。此外，近年来进行的积极钻探表明，一个较大的矿化地区有显著扩大产量的机会。FCX 正在完成冶金测试和矿山开发规划，并开始潜在的预可行性研究。预可行性研究预计将于 2025 年底完成。继续进行的决定和潜在扩张的时机要考虑技术和经济研究的结果、整体铜市场状况和其他因素。

3) **Kucing Liar:** 预计从 2029 年到 2041 年底，该矿床将生产超过 70 亿磅（折 317.51 万吨）铜。预生产开发活动于 2022 年开始，预计将持续大约 10 年。在此期间，资本投资估计平均每年约为 4 亿美元。以每天约 9 万吨矿石的全开工率计算，年产量预计约为 5.6 亿磅（折 25.4 万吨）铜和 52 万盎司黄金。

项目收购：5 月 13 日，自由港麦克莫兰与加拿大初级矿业公司麦克斯资源 (Max Resource) (TSXV: MAX) 就哥伦比亚的旗舰项目塞萨尔铜银矿项目 (Cesar Copper-Silver project) 签署了权益收购协议。根据协议，自由港的勘探子公司通过累计花费 5000 万加元用于勘探，并向 Max 支付 155 万加元现金的方式，获得塞萨尔项目高达 80% 的权益。期权分两个阶段进行。第一阶段是获得 51% 的初始权益，需要投入 2000 万加元的勘探资金，并支付 80 万加元的现金；在此阶段，Max 将继续担任项目运营商。在第二阶段，自由港可以在五年内再投资 3000 万加元用于勘探，并支付总计 75 万加元的款项，从而额外获得 29% 的收益。塞萨尔铜银矿项目位于哥伦比亚东北部的塞萨尔盆地 (Cesar Basin)。该地区的主要基础设施来自石油、天然气和采矿业务，包括嘉能可 (Glencore) 控股的南美洲最大的煤矿 Gerrejón。目前该项目正处于中期勘探阶段，大规模的钻探将有助于验证地表化探异常区和矿体规模圈定。

2.2. 嘉能可：Mutanda 铜矿品位下降，铜锌产量环比下降

产销情况：24 年一季度自有铜产量为 23.97 万吨，环比-13%，同比-2%。主要原因是非洲 KCC 工厂停机时间和 Mutanda 计划中的较低产量和品位。自有锌产量 20.56 万吨，环比-17%，与去年同期持平；原因在于 Zhairem 增长的 14300 吨抵消了 Antamina 因预期采矿顺序减少的

1.03 万吨产量和澳大利亚由于热带气旋和洪水减少的 3500 吨产量。自有镍产量 2.38 万吨，同比+14%，主要是由于 INO 供应链的限制得到恢复。

● 铜

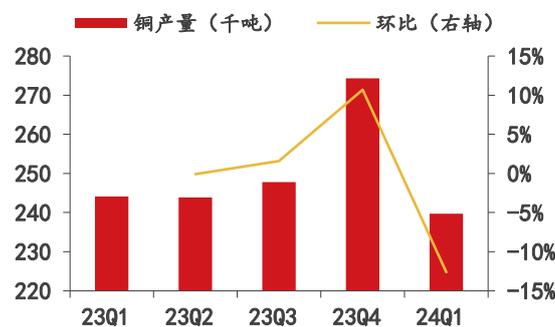
1) Antamina: 权益铜产量为 3.59 万吨，较 2023 年 Q1 同比+12%，主要因 2023 年 Q1 与天气有关的生产中断。可归属的锌产量为 2.15 万吨，较 2023 年 Q1 同比-32%，反映了预期的开采顺序，表现出较高的铜/较低的锌品位。

2) Collahuasi: 权益铜产量为 6.47 万吨，较 2023 年 Q1 同比+13%，原因是品位提高以及第五台球磨机的启用提高了产出。

3) African Copper: 自有铜产量为 5.19 万吨，较 2023 年 Q1 同比-16%。

4) South America: 铜产量为 6.14 万吨，较 2023 年 Q1 同比+13%。

图3. 嘉能可铜产量（千吨）



资料来源：嘉能可公告，国投证券研究中心

● 锌

1) Kazzinc: 自有锌产量为 4.86 万吨，较 2023 年 Q1 同比+42%，反映了 Zhairem 的增长。

2) Australia: 锌产量为 12.5 万吨，较 2023 年第一季度同比-3%，原因是 3 月份的热带气旋在本季度后期严重影响了 McArthur River，部分被 Mount Isa 的增产所抵消。23 年 Q1 和 24 年 Q1 均受到重大不良天气事件的影响。由于不同的开采方法和出口渠道，不同产品之间的周期间变化并不均匀。

3) North America: 锌的产量为 1.05 万吨，与 2023 年一季度基本一致。

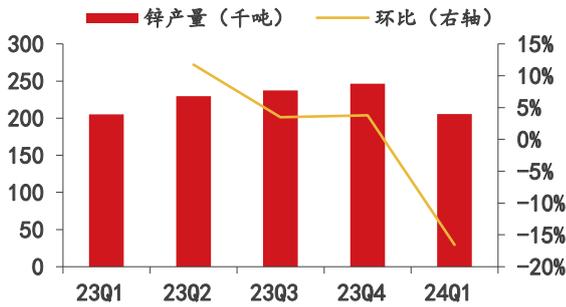
● 镍

1) Integrated Nickel Operations (INO): 自有镍产量为 1.06 万吨，较 23 年同期同比+31%，反映了基期受到供应链的限制，以及 2022 年 Raglan 罢工的后影响。

2) Murrin Murrin: 自有镍产量为 8200 吨，较 23 年同期同比+5%，受到自有/第三方组合进料的影响。镍总产量为 8900 吨，与 2023 年一季度基本一致。

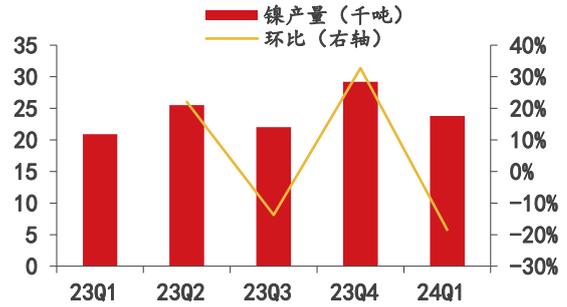
3) Koniambo: 2024 年 2 月进入保养和维修阶段。

图4. 嘉能可锌产量（千吨）



资料来源：嘉能可公告，国投证券研究中心

图5. 嘉能可镍产量（千吨）



资料来源：嘉能可公告，国投证券研究中心

产量指引：与2024年先前发布的指引保持不变。铜全年产量指引95-101万吨，2023年实际产量101万吨；锌全年产量指引90-95万吨，2023年实际产量91.9万吨；镍全年产量指引8-9万吨，2023年实际产量9.8万吨。

表6: 嘉能可全年生产指引

项目	FY2023 实际产量	2024 先前指引	2024 现行指引	2024H1 占比	2024H2 占比
铜产量 (千吨)	1010	950-1010	950-1010	50%	50%
锌产量 (千吨)	41.3	35-40	35-40	47%	53%
镍产量 (千吨)	98	80-90	80-90	48%	52%

资料来源：嘉能可公告，国投证券研究中心

2.3. 必和必拓：Q1 铜矿表现强劲，产销量有所提升

产销情况：24年一季度（Q3FY24）铜总产量46.59万吨，同比+15%，环比+7%；一季度铜销量40.17万吨。产量增加得益于Spence铜矿创纪录的产量增加和Copper South Australia的强劲运营表现（加上Prominent Hill和Carrapateena的贡献），以及Escondida的铜矿品位和产量的提高。

价格情况：一季度铜的平均实现价格为3.85美元/磅，环比+5%。镍的平均实现价格为16581美元/吨，环比-1%。

● 铜

1) **Escondida:** 一季度产量28.82万吨，同比+15%。产量的增加主要是由于实施岩土工程事件管理措施后，采矿按计划进入高品位矿石区，进料品位从0.79%上升到0.85%。

2) **Pampa Norte:** 一季度产量6.16万吨，同比-16%。浓缩器产量和回收率的提高带来Spence产量的提升。

3) **Copper South Australia:** 一季度铜产量7.9万吨，同比+53%，这一增量来自今年Prominent Hill和Carrapateena的额外产量，以及Olympic Dam的强劲基本运营业绩。

4) **Antamina:** 一季度铜产量3.39万吨，同比+15%。

● 镍

一季度产量1.88万吨，同比-4%，环比-4%；销量1.88万吨。FY24产量指引为7.7-8.7万吨。较上一季度产量下降是受到Kwinana炼油厂的计划维护和3月份的恶劣天气事件的影响。

项目进展：

✓ 完成了冶金煤业务的战略重组，将BHP三菱联盟的Blackwater和Daunia矿山出售给Whitehaven Coal，交易总现金对价为最高41亿美元。

- ✓ 在 2024 年 3 月，Spence 提前实现了全自动矿区运输运营，并部署了共计 33 辆自动驾驶卡车。
- ✓ BHP 正在南澳大利亚铜矿继续进行勘探钻探。在 Oak Dam，正在推进地下通道斜坡的外部审批流程以实现更快、成本更低的矿床资源定义钻探，预计在本日历年晚些时候更新 Oak Dam 的推测矿产资源量。

产量指引：FY24 的铜产量指导仍保持在 172-191 万吨。

表7：必和必拓铜产销量（千吨）

矿厂	BHP 权益比	项目	2024Q1	2023Q1	同比
Escondida, Chile	57.5%	铜产量（千吨）	288.2	251.6	15%
		铜销量（千吨）	248.3	241.1	3%
Pampa Norte, Chile	100%	铜产量（千吨）	61.6	73.0	-16%
		铜销量（千吨）	49.0	74.7	-34%
Copper South Australia	100%	铜产量（千吨）	79.0	51.7	53%
		铜销量（千吨）	70.8	50.5	40%

资料来源：必和必拓公告，国投证券研究中心

2.4. 墨西哥铜业集团：产销持续提升，价格下降拖累营收

业绩情况：2024 年第一季度总收入为 38 亿美元，同比-1.6%，环比+11.3%。其中矿业部门 24 年第一季度收入为 28.2 亿美元，同比-7.4%，主要原因是铜、钼、锌的价格下跌、降幅分别为 5.6%、39.5%以及 21.8%，本季度铜和钼销量增加一定程度上缓和了价格下跌对收入的影响。

24 年一季度的合并 EBITDA 总额为 19.7 亿美元，同比-6.6%。环比+27.4%。

表8：墨西哥铜业矿业部门经营业绩

	2024Q1	2023Q1	变动	同比
销售收入（千美元）	2,818,084	3,043,372	-225,288	-7.4%
销售成本（千美元）	1,321,804	1,350,170	-28,366	-2.1%
营业利润（千美元）	1,204,938	1,411,360	-206,423	-14.6%
EBITDA（千美元）	1,470,924	1,662,415	-191,491	-11.5%
净利润（千美元）	697,713	790,777	-93,094	-11.8%
投资/Capex（千美元）	235,959	268,104	-32,145	-12%

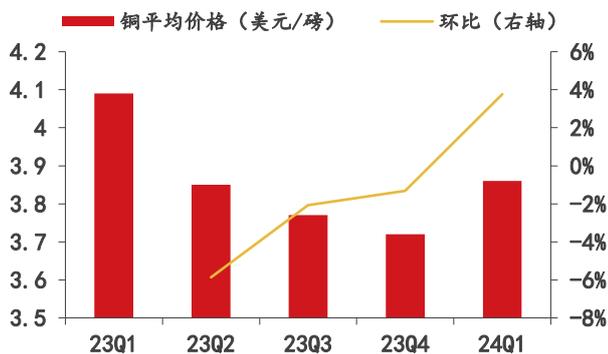
资料来源：墨西哥铜业公告，国投证券研究中心

产销情况：24 年第一季度合并铜产量为 26.80 万吨，同比+5.9%，环比+1.4%；铜销量 26.19 万吨，同比+2%。这主要是由于秘鲁的产量增加了 18.7%，以及墨西哥新的 Buenavista 锌选矿厂生产了 2158 吨铜。24 年第一季度的锌产量 2.64 万吨，较上年同比+74.9%；锌销量 2.57 万吨，同比-3.1%。产量增加源自 Buenavista 锌矿的启动。

价格情况：24 年一季度铜平均价格为 3.86 美元/磅，同比-5.6%；锌平均价格为 1.11 美元/磅，同比-21.8%。

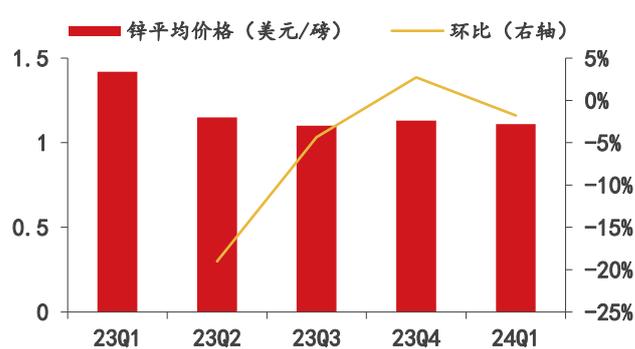
成本情况：对比 23 年 Q4，24 年 Q1 扣除副产品后铜的净现金成本从 1.43 美元/磅降到 1.28 美元/磅，环比-10.6%，得益于运营成本的改善，更高的副产品抵扣，以及公司的持续成本改进策略带来的更高产量对降低单位成本的影响。由于全球通胀压力，净现金成本较 23Q1 上升了 29.0%。

图6. 墨西哥铜业铜平均价格



资料来源：墨西哥铜业公告，国投证券研究中心

图7. 墨西哥铜业锌平均价格



资料来源：墨西哥铜业公告，国投证券研究中心

项目进展：

1) **Buenavista Zinc - Sonora**: 位于墨西哥，该选矿厂每年可生产 10 万吨锌和 2 万吨铜，可使公司的锌产能增加一倍。选矿厂于 24 年第一季度开始运营。该项目的资本预算为 4.39 亿美元，截至 2024 年 3 月 31 日，已投入 3.829 亿美元。预计 2024 年将生产 5.45 万吨锌和 1.19 万吨铜，未来 5 年平均每年生产 9.02 万吨锌和 2 万吨铜。

2) **Tia Maria-Arequipa**: 该绿地项目位于秘鲁 Arequipa，使用最高国际环保标准的 SX-EW 技术，每年将生产 12 万吨 SX-EW 阴极铜，预计资本预算为 14 亿美元。

3) **Los Chancas-Apurimac**: 该绿地项目位于秘鲁 Apurimac，目前估计这一位于铜钼斑岩矿床的铜矿资源，包括 9800 万吨含铜量为 0.45% 的氧化物和 5200 万吨含铜量为 0.59% 的硫化物。目前计划建立一个露天矿，将选矿厂和 SX-EW 工艺相结合，每年生产 13 万吨铜和 7500 吨钼，预计将于 2031 年开始运营，资本性投资额预计为 26 亿美元。目前正在同秘鲁政府协商，协商完成后，将继续环境影响评估及水文、岩土工程研究。另外还将进行 4 万米钻测活动以收集矿床资源信息。

4) **Michiquillay Project-Cajamarca**: 预计每年将生产 22.5 万吨铜（以及钼、金和银的副产品），初始开采寿命超过 25 年。预期 2032 年投产，资本开支约 25 亿美元。截至 2024 年 3 月 31 日，我们已经钻探了 8 万米（总计划为 11 万米），并获得了 27,902 个岩心样品进行化学分析。预计很快将进行水文地质和岩土工程研究，并评估矿床的冶金测试结果。

2.5. 英美资源：Q1 产量有所回升，低品位带来产量压力

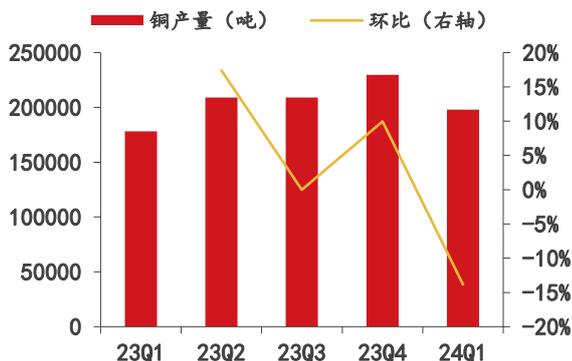
产销情况：一季度铜产量为 19.81 万吨，同比+11%，环比-14%。尽管受到了计划中的品位下降的影响，但产量同比实现了增长，主要受益于 Quellaveco 的较高产量，以及 Collahuasi 和 El Soldado 的较高品位和产量。一季度铜销量为 17.73 万吨，同比-5%，环比-27%。一季度镍产量 9500 吨，同比-2%，环比-14%，镍的产量大致持平，因为 Codemin 的低产量基本上被较高品位所抵消。一季度镍销量 7700 吨，同比-9%，环比-32%。

分地区：

1) **智利**：由于 Collahuasi 和 El Soldado 计划的高品位和产量，铜产量增加到 12.61 万吨，部分被 Los Bronces 计划的低品位所抵消。Los Bronces 的产量下降了 8% 至 4.87 万吨，主要是由计划的较低品位 (0.47% Vs. 0.52%) 和矿石硬度导致。目前矿区不利的矿石特征将继续影响作业，直到矿山的下一阶段。在 Collahuasi，受计划提高品位的推动 (1.20% Vs. 1.05%)，可归属产量增加了 13%，达到 6.47 万吨。

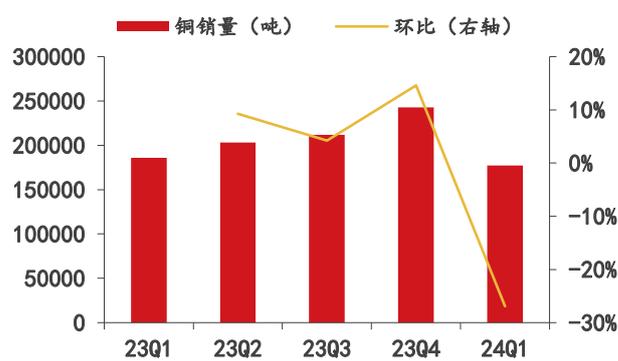
2) **秘鲁**：Quellaveco 的产量增长了 21%，达到 7.2 万吨。

图8. 英美资源铜产量情况



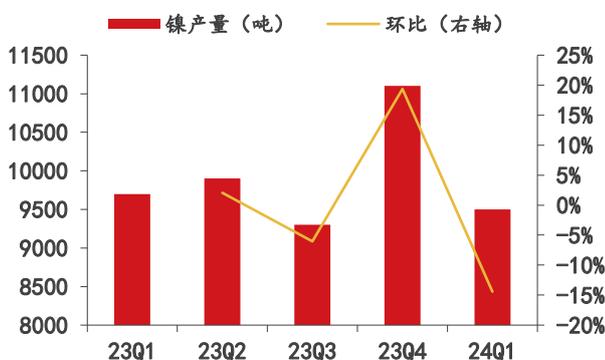
资料来源：英美资源公告，国投证券研究中心

图9. 英美资源铜销量情况



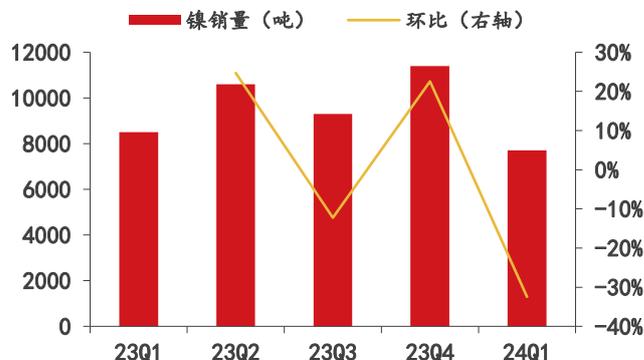
资料来源：英美资源公告，国投证券研究中心

图10. 英美资源镍产量情况



资料来源：英美资源公告，国投证券研究中心

图11. 英美资源镍销量情况



资料来源：英美资源公告，国投证券研究中心

价格情况：一季度铜的实现价格为 3.95 美元/磅，同比-12%。一季度镍的实现价格为 6.43 美元/磅，同比-37%。

产量指引：2024 全年产量指引为铜 73-79 万吨；镍 3.6-3.8 万吨。2024 单位成本指引为铜 1.57 美元/磅；镍 6 美元/磅。

2.6. 南方铜业：Q1 产量上升，成本管理能力突出

业绩情况：24 年一季度净销售额为 25.998 亿美元，环比+13.3%。这一增长的主要原因是铜 (+9.6%) 和银 (+15.3%) 销量的增长，以及除锌外的公司所有产品的金属价格的上涨。这部分被钼 (-1.7%) 和锌 (-2.9%) 销量的下降所抵消。一季度的净销售额同比下降 6.9%，原因在于铜 (LME, -5.4%)、钼 (-38.1%)、锌 (-3.1%) 和银 (-0.3%) 的销量下降。24 年 Q1 调整后的 EBITDA 为 14.18 亿美元，同比-9.6%，环比+34.3%。一季度净利润为 7.36 亿美元，同比-9.5%，环比+65.4%。

表9: 南方铜业 24Q1 经营业绩

百万美元	2024Q1	2023Q1	同比	2023Q4	环比
销售收入	2,599.8	2,793.9	-6.9%	2,295.6	13.3%
销售成本	1,157.6	1,194.2	-3.1%	1,170.1	-1.1%
营业利润	1,189.7	1,353.7	-12.1%	868.7	37.0%
净利润	736.0	813.2	-9.5%	445.0	65.4%
调整后的 EBITDA	1,417.7	1,567.9	-9.6%	1,055.5	34.3%
资本投资	213.8	238.1	-10.2%	255.3	-16.3%

资料来源：南方铜业公告，国投证券研究中心

产量情况：24 年一季度铜产量为 24.03 万吨，同比+7.6%，环比+2.6%。同比增长主要是由于公司所有矿山的精矿生产的铜都有所增加 (+12.7%)，包括来自新锌选矿厂的 2158 吨铜。这些增长部分被 Buenavista (-27.5%) 和 Toquepala (-3.5%) 的 SX-EW 阴极铜产量的下降部分所抵消。环比增长的主要原因是受矿石品位和回收率变化影响，Buenavista 矿产量增加了 +8.1%，其中包括来自新锌选矿厂的 2158 吨铜，这部分被 Toquepala 的产量下降 (-2.7%) 所抵消。24 年一季度解决了 Buenavista 在 23 年 Q4 的供水困难问题，设施恢复正常运行，以满足设备对水的要求，这将帮助我们确保有足够的供水来支持年报预测的运营。24 年一季度的开采锌产量为 26366 吨，环比增长 55.7%，同比增长 74.9%，主要得益于 Buenavista 新锌选矿厂生产了 9,695 吨锌。

成本情况：一季度铜的单位现金成本为 1.07 美元/磅，较第 23 年第四季度的 1.25 美元/磅下降了 14.2%。这主要是由于运营成本下降 (-5.3%)、副产品抵扣增加 (+5.9%，尤其是钼)、以及铜产量增加 2.2% 所产生的单位成本效应。

项目进展：

1) **Buenavista Zinc - Sonora:** 位于墨西哥，该选矿厂每年可生产 10 万吨锌和 2 万吨铜，可使公司的锌产能增加一倍，已于 24 年第一季度开始运营，项目资本预算 4.39 亿美元。预计 2024 年将生产 5.45 万吨锌和 1.19 万吨铜，未来 5 年平均每年生产 9.02 万吨锌和 2 万吨铜。

2) **Tia Maria-Arequipa:** 位于秘鲁，该项目使用 SX-EW 技术，每年预计能生产 12 万吨 SX-EW 阴极铜。预计资本投入 14 亿美元。

3) **Los Chancas-Apurimac:** 该绿地项目位于秘鲁 Apurimac，目前估计这一位于铜钼斑岩矿床的铜矿资源，包括 9800 万吨含铜量为 0.45% 的氧化物和 5200 万吨含铜量为 0.59% 的硫化物。目前计划建立一个露天矿，将选矿厂和 SX-EW 工艺相结合，每年生产 13 万吨铜和 7500 吨钼，预计将于 2031 年开始运营，资本性投资额预计为 26 亿美元。目前正在同秘鲁政府协商，协商完成后，将继续环境影响评估及水文、岩土工程研究，另外还将进行 4 万米钻测活动以收集矿床资源信息。

4) **Michiquillay Project-Cajamarca:** 位于秘鲁，2018 年 6 月公司收购该项目。预计每年将生产 22.5 万吨铜（以及钼、金和银的副产品），初始开采寿命超过 25 年。预期 2032 年投产，资本开支约 25 亿美元。截至 2024 年 3 月 31 日，我们已经钻探了 8 万米（总计划为 11 万米），并获得了 27,902 个岩心样品进行化学分析。预计很快将进行水文地质和岩土工程研究，并评估矿床的冶金测试结果。

2.7. 力拓：全年指引目标不变，Oyu Tolgoi 地下项目进展顺利

产量情况：矿产铜产量为 15.6 万吨（合并），同比+7%，环比-3%。

分矿山：

1) **Kennecott:** 矿产铜产量 3.25 万吨，同比+7%，环比-32%，主要原因是传送带意外停机。受影响的传送带现在已完全恢复正常运行。通常矿山的岩土工程风险会在冬季和春季加剧。精炼铜产量 4.78 万吨，同比+10%，环比+50%，该冶炼厂在 2023 年完成了目前最大规模的重建工作后，恢复了正常运营。

2) **Escondida:** 矿产铜产量 7.72 万吨，同比+7%，环比+8%，主要因选矿厂进料品位提高（2024 年第一季度为 0.92%，2023 年同期为 0.78%）。精炼铜产量 1.47 万吨，同比-3%，由于计划中的硫化物浸出量减少。

3) **Oyu Tolgoi (66%):** 矿产铜产量 3.04 万吨，同比+8%，地下产量按计划持续增长，本季度从地下矿开采了 130 万吨矿石，平均铜矿品位为 1.67%，从露天矿开采了 900 万吨，平均品位为 0.39%。这一增长符合 2028 年至 2036 年 Oyu Tolgoi 地下和露天矿生产 50 万吨铜（即可采金属）的长期计划。

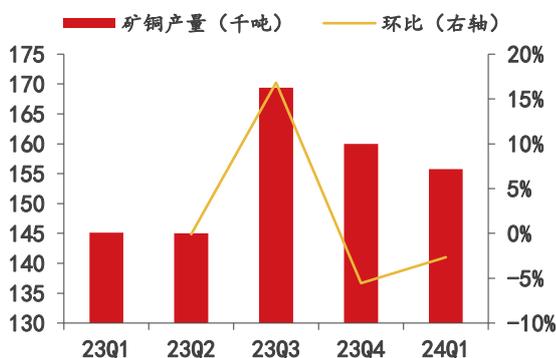
产量、成本指引： 2024 全年矿产铜产量指引目标为 66-72 万吨，维持不变； 2024 全年精炼铜产量指引目标为 23-26 万吨，维持不变。2024 年铜的 C1 单位成本指引目标保持不变，为 1.4-1.6 美元/磅。

项目进展：

1) Oyu Tolgoi 地下工程：预计在 2028 年至 2036 年期间，该项目将带来平均矿产铜产量 50 万吨/年。一季度 3、4 号通风井向下进展维持顺利，深度分别达到了 1076 米和 1150 米，2 个矿井有望在 24H2 投入使用，选矿厂预计将在 24Q4-25Q2 逐步完成调试。

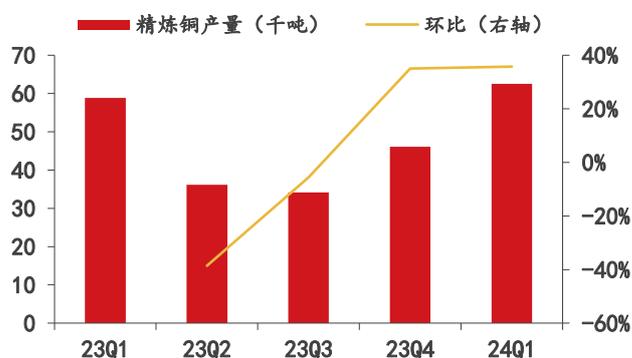
2) 在西澳大利亚的 Winu 铜金项目，Nyangumarta 和 Martu 集团签署了项目规划协议。研究活动、钻探和现场工作进展充分，开始了 Winu 在西澳大利亚环境保护局（EPA）的正式批准程序。

图12. 力拓矿铜产量情况



资料来源：力拓公告，国投证券研究中心

图13. 力拓精炼铜产量情况



资料来源：力拓公告，国投证券研究中心

2.8. 安托法加斯塔：产量同环比均下降，主要受品位及管道维护影响

产销情况： 2024 年第一季度铜产量为 12.94 万吨，同比-11%，环比-32.4%，主要因矿山计划的较低铜品位、Centinela 的矿石硬度增加以及对 Los Pelambres 精矿管道的维护和清洁活动，推迟了将精矿转移到公司港口设备的时间。目前该管道已重新运营，累计约 2.7 万吨的铜精矿将被重新安排作为未来季度的产量进行销售。一季度铜销量 11.57 万吨，同比-22.3%，环比-45.8%。

成本情况： 2024 年第一季度副产品抵扣前的现金成本为 2.67 美元/磅，同比增长 7%，环比+29%。主要与 Centinela 和 Los Pelambres 的产量下降有关，被关键消耗品的单位成本下降和智利比索贬值所抵消。一季度现金成本环比上升 29%，主要是由于产量下降。2024 年第一季度净现金成本为 1.93 美元/磅，同比增长 25.3%，环比增长 28.7%。

分矿山：

1) Los Pelambres：Los Pelambres 2024 一季度铜产量 5.53 万吨，同比-7%，环比-39%。原因在于 Los Pelambres 一期扩建后加工率提高的 53%，被 2024 年 2 月对精矿选矿管道维护和符合矿山计划的品位下降（24Q1 为 0.56%，环比-8.2%）所抵消，并导致精矿中约 2.7 万吨铜被储存在加工厂。最近完成的一期扩建继续符合预期，海水淡化厂已按照其设计的产能运行，第四选矿厂生产线增加，将加工厂的整体现牌容量提高到 19 万吨矿石量/天。

2) Centinela：2024 年第一季度铜总产量为 4.5 万吨，同比-22%，环比-35%，主要由于矿石硬度增加、品位下降，以及选矿厂完成的计划外维护。一季度，铜精矿的销售量为 1.53 万吨，同比-63%，环比-71%，这一变化是由于本季度末，入境船只延迟到达。受更高的品位、工厂吞吐量和回收率作用，一季度阴极铜产量达到 2.2 万吨，同比+13%；环比下降了 5%，原因是加工率下降，被品位上升所抵消。

3) Antucoya：2024 年第一季度，铜产量为 1.96 万吨，环比-9%，同比+3%，环比下降主要因品位和回收率的下降。一季度铜的销量为 19200 吨，与上年同期持平。

4) **Zaldívar**: 2024 年一季度的铜总归属产量为 9500 吨，同比-5%，反映了铜品位和处理矿石吨数的提升与较低回收率之间的平衡。铜归属总产量环比下降了 8%，这反映了铜品位和矿石吨处理量降低、回收率提高。

项目进展:

1) **Centinela**: 2024 年 3 月 19 日，公司宣布了 Centinela 第二座选矿厂项目的最终融资协议并开始全面建设，所有关键设备订单已经下达给供应商。Minera Centinela 与一组国际贷方签订融资协议金额为 25 亿美元，现已收到了第一笔资金。

2) **Los Pelambres**: 第一阶段扩建项目按预期运行，海水淡化厂运营达到设计能力，第四条选矿厂生产线逐步升级，工厂的总铭牌产能提高到 19 万吨矿石量/天。已就下一阶段的开发项目建设进行准备，包括将现有的海水淡化厂扩建至每秒 800 升以及新的浓缩管道的建设。

产量、成本指引: 保持不变。1) **全年产量指引**: 随着全年季度铜产量的增加，2024 全年铜产量预计为 67-71 万吨; 2) **现金成本指引**: 副产品抵扣前后的现金成本指引分别保持在 2.25 美元/磅和 1.60 美元/磅不变; 3) **资本支出指引**: 保持在 27 亿美元。

表10: 安托法加斯塔各矿厂情况

矿厂	项目	2024Q1	2023Q1	2023Q4	同比	环比
LOS PELAMBRES	铜品位 (%)	0.56	0.66	0.61	-15.2%	-8.2%
	铜回收率 (%)	88.2	89.2	89.7	-1.1%	-1.7%
CENTINELA 铜精矿	铜品位 (%)	0.35	0.51	0.55	-31.4%	-36.4%
	铜回收率 (%)	81.5	83.3	84.1	-2.2%	-3.1%
CENTINELA 阴极铜	铜品位 (%)	0.60	0.56	0.56	7.1%	7.1%
	铜回收率 (%)	71.6	69.2	71.0	3.5%	0.8%
ANTUCOYA	铜品位 (%)	0.33	0.33	0.34	0.0%	-2.9%
	铜回收率 (%)	66.2	66.8	68.9	-0.9%	-3.9%
ZALDÍVAR	铜品位 (%)	0.78	0.70	0.82	11.4%	-4.9%
	铜回收率 (%)	56.1	60.6	52.1	-7.4%	7.7%

资料来源: 安托法加斯塔公告, 国投证券研究中心

2.9. 第一量子: 巴拿马铜矿生产中断拖累, 其余项目稳步推进

经营业绩: 2024 年第一季度, 第一量子报告毛利润为 1.56 亿美元, 较 23 年 Q4 高出 0.69 亿美元; EBITDA 为 1.8 亿美元, 较 23 年 Q4 低 0.93 亿美元。一季度的财务业绩受到 Cobre Panamá 矿山生产中断的负面影响, 该矿山自 2023 年 11 月起进入保护和安全管理阶段 (Preservation and Safe Management, 即“P&SM”)。

表11: 第一量子 2024Q1 经营业绩

百万美元	2024Q1	2023Q1	同比	2023Q4	环比
销售收入	1036	1558	-33.50%	1218	-14.94%
毛利润	156	280	-44.29%	87	79.31%
EBITDA	180	518	-65.25%	273	-34.07%
铜实现价格 (美元/磅)	3.78	3.95	-4.30%	3.62	4.42%

资料来源: 第一量子公告, 国投证券研究中心

● 铜

产量情况: 由于 Cobre Panamá 处在 P&SM 阶段, 第一季度的铜总产量为 100,605 吨, 同比-27.49%, 环比-37.2%。铜的总销量为 101,776 吨, 比产量高出约 1171 吨。

成本情况: 由于产量较低, 铜 C1 现金成本较上季度增加 0.20 美元/磅, 至 2.02 美元/磅。除 Cobre Panamá 外, 由于 Sentinel 采矿条件改善, 铜产量环比增长 3021 吨, 而铜 C1 现金成本 (合并现金成本) 下降 0.06 美元/磅, 至 2.01 美元/磅。

分矿山：

1) Kansanshi：2024 年一季度铜产量为 31,473 吨，比上一季度低 414 吨，原因是品位下降，部分被产量的改善所抵消。2 月冶炼厂的计划外关闭导致一季度品位环比下降，影响了酸库承接能力和处理高品位矿石的能力。尽管产量较低，铜 C1 现金成本 2.34 美元/磅，环比下降 0.09 美元，主要由于 2023 年底与赞比亚电力公司（ZESCO）签订新的十年供电协议后，2023 年第四季度没有对新电价进行一次性追补。随着 M15 和 M17 等高海拔地区开采的进展，铜品位预计将有所改善。

2) Sentinel：2024 年一季度铜产量为 62225 吨，比上一季度增加了 2261 吨，主要是由于矿石品位的提高，从一期底部的采矿进程仍按计划进行，一二期之间的原料品位较高。然而，由于 2023 年计划的工厂全面停产被推迟到 2024 年 1 月，因此 24Q1 产量低于 2023 年 Q4。尽管 2024 年 Q1 产量增加，铜 C1 现金成本 1.85 美元/磅，与上一季度持平，反映出与 ZESCO 签订的新电力供应协议提高了电价以及与本季度销售更多精矿相关的更高运费。预计在经历异常强劲的第一季度后，铜品位将在年内恢复正常，而随着第三阶段（Western Cut-back）的顺利进展，预计全年处理量会有所提高，从而提高采矿生产率，提升来自更高海拔地区的软质材料的可用性。

● **镍**

公司一季度镍产量 7771 吨，同比+31.33%，环比+6.26%。

分矿山：

1) Enterprise 在第一季度生产了 4031 吨镍，较 2023 年第四季度的 2751 吨有所增加，反映了采矿业务的增加。在第一季度，调动了更多设备以增加采矿量。詹姆斯浮选槽和用于扩展提纯回路的两个附加塔之一已经投入使用，回收量有了显著改善。第二个附加塔预计在第二季度投入使用。预计将在 2024 年晚些时候实现商业生产和完全达产。2024 年镍的生产指引为 1-2 万吨。

2) Ravensthorpe 第一季度的镍产量总计为 3740 吨镍。本季度的产量低于预期，主要原因是吞吐率和浸出提取量较低，后者主要受到常压浸出产能的限制。尽管在年底后宣布了向新的运营战略的过渡，但维护挑战继续影响生产确定性、镍价疲软、支付能力下降和高运营成本将继续施加巨大的利润率压力。

项目进展：

1) Cobre Panamá 仍处在 P&SM 阶段。现场约有 12.1 万吨铜精矿。

2) Kansanshi 的 S3 扩张项目在本季度继续进行。一季度项目重点是现场施工活动，并开始安装大型机械设备（如砂磨机、一次破碎机）。现场的活动不受雨季的影响。S3 扩建的大部分资本支出预计将在 2024 年进行，预计在 2025 年首次生产。

3) 先前宣布的全面再融资和资产负债表强化举措已于一季度完成，将为公司提供更强大的流动性和坚实的财务支撑，助力实现运营目标。

4) 2024 年 2 月 15 日，公司与江西铜业签订了一份 5 亿美元的 3 年期铜预付款协议。该协议规定每年从 Kansanshi 依市场价交付 5 万吨阳极铜。预付金额将根据预付款协议的第二年和第三年的交付而减少。

产量、成本指引：

一季度指引维持不变。2024 年铜产量指引维持 37-42 万吨，黄金维持 95-115 盎司，镍维持 2.2-3.7 万吨。C1 成本指引为铜 1.8-2.05 美元/磅，镍 7-8.5 美元/磅。

表12: 第一量子 2024 全年生产指引

项目	矿厂	产量指引 (千吨)	C1 成本指引 (美元/磅)
	Kansanshi	130-150	
铜	Trident - Sentinel	220-250	1.80-2.05
	其它	20	
镍	Ravensthorpe	12-17	7.00-8.50
	Trident - Enterprise	10-20	

资料来源: 第一量子公告, 国投证券研究中心

2.10. 泰克资源: QB 矿山产量稳步增长, 折旧推高平均成本

经营业绩: 2024 年第一季度收入 39.88 亿加元, 同比+5.36%; 毛利为 12.89 亿加元, 同比-22.63%。这是由于受到炼钢煤炭和铜价格强劲的推动, 部分被锌价格下降和炼钢煤炭销量下降所抵消。第一季度铜业务部门的毛利润从上年同期的 2.61 亿加元下降至 1.06 亿加元, 同比-59.39%。毛利润的下降是由于铜价下降、Antamina 锌副产品收入减少以及来自 QB 的损失。锌业务部门的毛利润从去年的 1.28 亿加元下降至 6300 万加元, 主要原因是锌价格大幅下降, 较上年同期下降 22%, 以及 Trail 运营中精炼锌的合同锌溢价降低。

成本情况: 一季度单位净现金成本由 23 年的 1.83 美元/磅上升到 24Q1 的 2.36 美元/磅, 原因在于一季度 QB 经营资产的折旧导致账面成本的提高。

● 铜

产销情况: 第一季度铜产量为 9.9 万吨, 较上年同期增长约 4.22 万吨, 增幅为 74%, Quebrada Blanca 产量增加, 一季度铜精矿产量为 4.33 万吨, 销量为 3.83 万吨。Antamina 的产量有所增加, Carmen de Andacollo 受持续极端干旱影响导致产量下降。

分矿山:

1) **Quebrada Blanca:** 今年第一季度的铜精矿产量为 4.33 万吨, 高于 2023 年第四季度的 3.43 万吨。第一季度的销售额为 3.83 万吨。预计 2024 年每个季度的产量都将增加, 第一季度的运营成本为 2.32 亿美元, 符合预期。

2) **Highland Valley Copper:** 第一季度铜产量为 2.54 万吨, 比去年同期高出 900 吨, 原因是工厂产量和铜品位的提高。今年第一季度铜的销量为 2.65 万吨, 与去年同期接近。第一季度的运营成本为 1.96 亿美元, 比一年前高出 900 万美元, 原因是工厂产量上升和如预期的耗材成本通胀。

3) **Antamina:** 第一季度铜产量为 10.41 万吨, 比去年同期增加了 1.3 万吨, 原因在于磨料组合中纯铜矿石含量的增加以及工厂回收率的提高。4) **Carmen de Andacollo:** 今年第一季度的铜产量为 6,900 吨, 比上年同期低了 3,000 吨。产量下降是由极端干旱造成的持续用水限制导致的。

● 锌

产销情况: 今年第一季度, 锌精矿产量 15.98 万吨, 同期+10.34%; 精炼锌产量 6.3 万吨, 同期+1.61%。锌精矿销量 9.9 万吨, 同比-9.17%; 精炼锌销量 6.2 万吨, 同比+12.73%。锌精矿产量增加的原因在于 Red Dog 产量增加, 部分抵消了 Antamina 的产量下降。Red Dog 产量的增加是由于开工时间的延长和磨机率的提高带来更高的磨机处理量。随着矿石混合物的成分中纯铜含量逐渐变高, 预计 Antamina 的产量会下降。Trail Operations 今年第一季度的精炼锌产量和销量较上年同期略有改善。

分矿山:

1) **Red Dog:** 第一季度锌产量从去年同期的 12.62 万吨增加到 14.53 万吨。产量增加的原因在于工厂产量的增加, 去年第一季度的工厂产量受极端天气限制。

2) Trail Operations: 今年第一季度的精炼锌产量为 6.35 万吨，比上年同期增加了 1900 吨；由于产量的增加和耗材成本的通货膨胀，一季度运营成本比去年同期高出 300 万加元，达到 1.49 亿加元。

产量、成本指引: 与先前保持不变。2024 全年铜产量指引为 46.5-54 万吨，铜单位成本指引为 1.85-2.25 美元/磅；2024 全年锌产量指引为 56.5-63 万吨，精炼锌产量指引为 27.5-29 万吨，锌单位成本指引为 0.55-0.65 美元/吨。

表13: 泰克资源生产指引 (千吨)

项目	矿厂	2023 年产量	2024 年指引	2025 年指引	2026 年指引	2027 年指引
铜	Quebrada Blanca	62.8	230-275	280-310	280-310	280-310
	Highland Valley Copper	98.8	112-125	140-160	130-150	120-140
	Antamina	95.3	85-95	80-90	90-100	85-95
	Carmen de Andacollo	39.6	38-45	50-60	50-60	45-55
锌	Red Dog	539.8	520-570	460-510	410-460	365-400
	Antamina	104.2	45-60	95-105	55-65	35-45
精炼锌	Trail Operations	266.6	275-290	270-300	270-300	270-300

资料来源: 泰克资源公告, 国投证券研究中心

项目进展: 1) Quebrada Blanca: 正在最后确定许可战略; 2) HVC Mine Life Extension: 计划在 2025 年第一季度完成大部分进度工程和设计、项目执行规划、和建设规划。

2.11. MMG: Q1 产量略有下降, Khoemacau 收购增加业务规模

● 铜

产量情况: 铜总产量 (阴极铜+铜精矿) 为 67,129 吨, 比上年同期低 3%。Las Bambas 的铜产量下降了 4%, 主要原因是矿石品位因开采顺序原因有所下降。Kinsevere 的产量较上年同期下降了 6%, 原因是由于对昂贵的高品位第三方矿石的依赖减少, 由 Sokoroshe II 矿坑的采矿供应增加补偿。此外, Khoemacau 的生产数据已首次被纳入报告, 从 3 月 23 日开始, 9 天贡献了 1075 吨产量。

2024 年全年铜产量预计为 4 万至 5 万吨 (从 2024 年 3 月 23 日起为 30500-40500 吨)。这反映了收购完成后的持续发展努力, 旨在扩大采矿前沿, 以增加产量和进入更高品位的区域。

分矿山:

1) Las Bambas: 一季度生产了 56,025 吨铜, 比 2023 年同期下降了 4%。这一下降主要是由于矿石品位下降 (0.54%vs. 0.58%) 以及消耗低品位储存的矿石。

2) Kinsevere: 2024 年一季度生产了 9732 吨阴极铜, 比 2023 年同期下降了 6%。这种减少主要是由于矿石品位下降, 对昂贵的高品位第三方矿石的依赖程度减少。本季度 Sokoroshe II 矿坑的采矿供应有所增加 (氧化矿品位为 2.1%), 有助于减轻第三方矿石减少造成的影响。下一阶段的发展将使 Kinsevere 矿山寿命延至少长到 2035 年, 一旦完全增加, 将带来每年总产量约 8 万吨阴极铜和 4000-6000 吨氢氧化钴形式的钴。第一批加工自硫化物的阴极铜预计将在 2024 年下半年推出, 预计 2025 年实现完全增量。

3) Khoemacau: MMG 于 2024 年 3 月 22 日完成了对 Khoemacau 的收购。在受到 2024 年 2 月计划的磨机停工 (4 天, 现已完成) 的影响下, Khoemacau 第一季度生产了 10546 吨铜, 在此期间, 由于矿山顺序的限制, 采矿活动在低品位地区进行。Khoemacau 2024 年全年的铜产量预计为 4 万至 5 万吨 (从 2024 年 3 月 23 日起为 3.05-4.05 万吨)。反映了在收购完成后持续的采矿业发展努力, 目的是提升采矿前沿, 以改善产量和进入更高品位的区域。

● 锌

产量情况: 锌产量为 59,247 吨, 比 2023 年同期高出 93%。23 年一季度产量受到 Dugald River 因发生致命事故而暂停 34 天, 以及 Rosebery 生产受到林区火灾事件和劳动力减少的影响。

分矿山:

1) **Dugald River**: 2024 年第一季度生产了 47460 吨锌精矿。同比+114%。2024 年第一季度, 该地区的运营受到了极端天气和洪水事件的影响, 导致 2 月通道多次中断, 导致矿石开采产量比上一季度下降了 12%, 工厂产量也中断, 但在本季度得以恢复。与上一季度相比产量较低, 主要是由于因采矿顺序造成的进料品位较低 (9.86% vs. 10.49%)。

2) **Rosebery**: 2024 年 Q1 生产了 14,487 吨锌精矿, 同比+49%; 较上一季度环比下降了 13%, 主要是由于采矿顺序造成的锌品位较低 (锌产量为 6.67% vs. 7.32%), 这也影响了其他金属的生产, 包括金、银和铅。尽管如此, 工厂的业绩仍较上一季度保持强劲, 过去两个季度实现了自 2017 年以来最高的锌回收率。

产量、成本指引: 产量和成本保持不变。

表14: MMG 生产指引 (千吨、美元/磅)

项目	矿厂	2023 年实际产量	2023 年实际 C1 成本	2024 年产量指引	2024 年 C1 成本指引
铜	Las Bambas	302.033	1.60	280-320	1.60-1.80
	Kinsevere	44.068	3.29	39-44	2.80-3.15
	Khoemacau	-	-	30.5-40.5	2.30-2.65
锌	Dugald River	151.844	0.93	175-190	0.70-0.85
	Rosebery	51.626	0.26	50-60	0.10-0.25

资料来源: MMG 公告, 国投证券研究中心

收购进展:

对 Khoemacau 矿的收购于 2024 年 3 月 22 日 (交易时间后) 完成。此次收购为公司的投资组合增加了高质量、转型的增长资产。Khoemacau 矿是一项世界级、高质量的罕见高品位铜资产, 已被解除风险, 可立即增益。这一矿山寿命超 20 年。此次收购显著增加了 MMG 的业务规模, 并增加了对铜的敞口, 带来收益的地域多样化。

2.12. 艾芬豪矿业: 雨季影响 Kamo a 产量表现, 推进冶炼厂建设

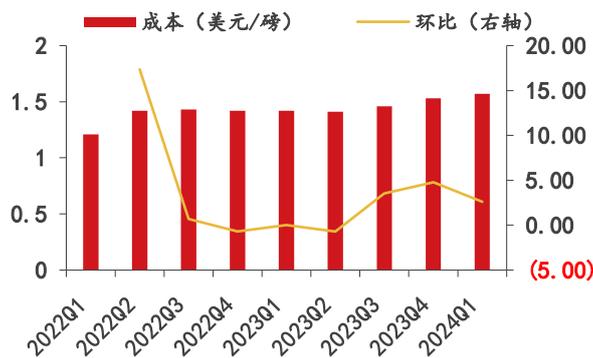
业绩情况: 2024 年一季度亏损 6900 万美元, 主要是由于季度股价上涨 26% 至 16.16 加元, 已计入 5.75 亿美元可转债的公允价值录得 1.39 亿美元的非现金亏损; 正常化利润为 7,000 万美元, 同比-61.43%; 调整后的 EBITDA 为 1.26 亿美元, 同比-36.51%。

● **Kamo a-Kakula**

产销情况: Kamo a-Kakula 铜矿一季度产量 8.62 万吨, 同比-7.91%, 环比-6.52%, 一季度产量下降受到刚果(金)南部电网不稳定的影响, 正值雨季 (一般从 11 月开始持续到 4 月) 且降雨量较常年偏多, 电网间歇中断的情况更趋严重; 共销售 8.52 万吨计价铜, 获得 6.18 亿美元收入; 营业利润为 2.86 亿美元, EBITDA 为 3.65 亿美元。

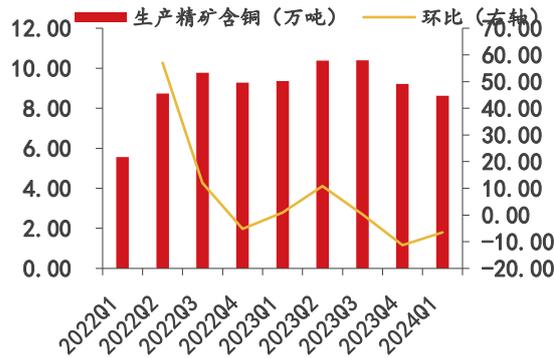
价格、成本情况: 2024 年第一季度, 现金成本 (C1) 为 1.57 美元/磅, 接近指引目标 (1.50-1.70 美元/磅) 的低位, 2023 年第四季度及 2023 年第一季度的 C1 现金成本分别为 1.53 美元/磅及 1.42 美元/磅。实际铜价为 3.82 美元/磅。

图14. Kamo-a-Kakula 现金成本情况



资料来源：艾芬豪矿业公告，国投证券研究中心

图15. Kamo-a-Kakula 生产精矿含铜情况



资料来源：艾芬豪矿业公告，国投证券研究中心

项目进展：

- 1) Kamo-a-Kakula III 期选厂：III 期设计产能 500 万吨/年的选厂正在进行投产前试车，并即将开始处理首批矿石，预计于 2024 年 5 月竣工，比原计划提前了六个多月。III 期选厂投产后，Kamo-a-Kakula 的综合设计产能将提高至 1,420 万吨/年，预计在前 10 年的铜产量将提升至 60 万吨/年以上，这将使之成为全球第三大及非洲最大的铜矿山。
- 2) Kamo-a-Kakula 冶炼厂项目：III 期扩建计划还包括建设非洲最大的一步炼铜冶炼厂，每年可生产 50 万吨含铜超过 99% 的粗铜和阳极铜。冶炼厂项目建设已完成 81%，将按计划于 2024 年第四季度末竣工，于 2024 年底投产。4 月份实现了重大里程碑，三台阳极炉和蒸汽干燥器滚筒（每台重载约 200 吨）已运抵现场和完成安装。在各厂房已开始进行电气设备和仪表安装。运营团队的招聘和培训工作正进行中且进展顺利。冶炼厂的精矿处理能力达 120 万吨/年，将处理 I 期和 II 期来自 Kakula 和 III 期及后续 IV 期来自 Kamo-a 选厂的精矿。此外，冶炼厂每年将生产约 70 万吨的浓硫酸副产品。刚果(金)对硫酸有巨大需求，用于 SX-EW（溶剂萃取法和电解）法从氧化矿石中浸出铜金属。冶炼厂位于矿山范围内，预计可将平均 C1 现金成本下降约 20%。
- 3) 英加二期水电站 5 号涡轮机组的升级改造工程已完成约 62%，将在预算内于 2025 年第一季度竣工，为刚果(金)电网增容 178 兆瓦水电。
- 4) “项目 95 计划”的基础工程设计正在进行中，预计于 2024 年第二季度完成。该项目旨在将 Kamo-a-Kakula 的整体铜回收率由设计指标的 87% 提高至约 95%。尾矿回收厂房的基础工程设计正在进行中，预计于 2024 年 5 月完成。

条款协议：1) 第一季度结束后，Kamo-a-Kakula 在 2023 年 8 月 18 日签署的谅解备忘录项下试行经洛比托走廊出口精矿，首批 1 万吨铜精矿已完成试运。根据 2024 年 2 月 7 日签署的条款协议，将继续试运第二批 1 万吨铜精矿。迄今为止，Kamo-a-Kakula 已从洛比托走廊运输 10,825 吨铜精矿，成为现代洛比托走廊的首名工业用户。2) Kamo-a-Kakula 最近签署协议，自 2024 年 5 月 1 日起从莫桑比克进口 40 兆瓦的电力。莫桑比克的水电资源丰富，其中大部分向南非输电。视可用电力而定，预计到 2024 年底将从外部增容高达 100 兆瓦电力。

产量、成本指引：2024 年精矿产铜的生产指引目标保持在 44 万 - 49 万吨。C1 现金成本指引为 1.50-1.70 美元/磅。矿山冶炼厂按计划于 2024 年第四季度投产后，预计前 5 年（从 2025 年起计）的平均 C1 现金成本将下降约 20%。

● Kipushi

建设进展：80 万吨/年新选厂的建设即将竣工，预计在投产前 5 年将生产精矿含锌 27 万吨以上。设计回收率为 96%，平均精矿锌品位 55%。整体项目进度已完成约 90%，Kipushi 选厂将比原计划提前于 2024 年 6 月开始处理首批矿石。第一季度成功完成首个空场采区的采矿工作，在 1,245 米中段采出 18,733 吨矿石，平均锌品位 18.7%，并且完成 1,290 米中段至 1,320 米中段之间的盘区建设。地下开拓掘进和试采工程采出的矿石被运送到地表矿堆，待选厂投

产后加工处理。迄今为止，约 26 万吨矿石已堆存在基普什选厂附近的地表矿堆，平均锌品位 23%，其中包括 75,600 吨“中品位”矿石，平均锌品位 32%。

● Platreef

艾芬豪矿业持有 Ivanplats 公司 64% 的权益。Platreef 是地下开采矿山，铂族金属、镍、铜和金矿体厚大。自 2007 年以来，艾芬豪重点推进这一项目的勘查和开发活动，以圈定和扩大早期发现的 Platreef 矿床的深部延伸，以开展高度机械化的地下开采。

项目进展：

- 1) 2023 年启动了 3 号竖井的 950 米扩孔工程，预计将于 2024 年第二季度完工。待扩孔完成且通风设施安装完毕，4 号新竖井预计将于 2025 年第三季度投入运营。I 期选厂将按计划于 2024 年第三季度进行联动试车，但处理首批矿石和产能爬坡将推迟至 2025 年中期进行。
- 2) III 期扩建将在 I 期和 II 期选厂附近建设两座 330 万吨/年的新选厂，III 期扩建计划将项目的综合处理产能提升至约 1,000 万吨/年，相比 I 期高出 12.5 倍，相比优化后的 II 期扩建高出 2.5 倍，预计 III 期扩建将使 Platreef 成为全球规模最大以及成本最低的铂族金属、镍、铜和金生产商之一。2 号竖井竣工后，将进一步提高从井下提升矿石和废石的能力，未来三个竖井的综合提升能力将超过 1,200 万吨/年。

协议签订：

- 1) Ivanplats 于第一季度与斯班-静水 (Sibanye-Stillwater Limited) 的子公司西部铂业 (Western Platinum Proprietary Limited) 签订 II 期的精矿采购协议。斯班-静水是全球最大的铂族金属初级生产商之一，其位于南非西北省的马里卡纳 (Marikana) 矿山，具备冶炼厂设施 (设有五座熔炼炉)、一座基本金属精炼厂及一座贵金属精炼厂。包销协议从 II 期投产起计为期 8 年，初步采购量为每年 6 万吨精矿，占 II 期预期产量约三分之一至一半。此外，Ivanplats 正在与斯班-静水研究将采购量增加至每年 10 万吨或更高的可能性。
- 2) 艾芬豪矿业于第一季度与一家行业领先的合作伙伴签署框架协议，共同研究在南非兴建一座铂族金属-镍-铜冶炼厂。框架协议概述了双方在技术和商业方面的合作，共同研究建设一座冶炼厂，以处理 III 期生产的铂族金属-镍-铜精矿，以及将第三方的精矿通过转炉加工成冰镍。冶炼厂将以合资形式运营，艾芬豪持股不少于 50%，并设有日后可增持股权的机制。

● Western Foreland 勘探项目

位于刚果民主共和国，艾芬豪矿业持有 90-100% 权益及合资企业权证。第一季度末共有八台承包商钻机进行钻探，共完成 16,861 米的金刚石岩芯钻探，其中 18 个钻孔已经完成、1 个废弃，另外 8 个钻孔正在继续施工。计划于 2024 年第二季度在 Kitoko 和 Kitoko 西南面的 Lupemba 地区进行被动源地震测量，以确定 Kalahari 砂层的厚度、基底结构及 Nguba 沉积岩下部厚层镁铁质岩石的位置。

● Mokopane Feeder 勘探项目

位于南非，由艾芬豪矿业全资拥有。2024 年第一季度继续进行地质和大地物探、解释和研究工作。预计钻探计划将于 2024 年第二季度启动，其中包括 4,000 米的金刚石岩心钻，视钻探结果可分为两个或三个分支孔。

3. 投资建议

国内宏观支持延续，以旧换新提振铜终端消费。铜矿端减产频发，供给端硬约束凸显，铜价中枢有望持续上移，推荐铜板块。建议关注：金诚信、西部矿业、洛阳钼业、藏格矿业、河钢资源、江西铜业、铜陵有色、云南铜业等。

表15：铜板块关注标的

公司	总市值 亿元	股价	资源量	净利润 亿元				PE			
			万吨	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
金诚信	316.7	51.3	120.0	10.31	15.2	22.5	26.0	30.7	20.8	14.1	12.2
西部矿业	419.2	17.6	605.0	27.89	38.8	41.6	46.4	15.0	10.8	10.1	9.0
洛阳钼业	1814.3	8.4	3463.8	82.50	109.5	118.5	124.8	22.0	16.6	15.3	14.5
藏格矿业	395.4	25.0	1927.0	34.20	30.4	34.4	46.8	11.6	13.0	11.5	8.5
河钢资源	117.8	18.1	271.8	9.12	11.3	12.6	15.5	12.9	10.5	9.4	7.6
江西铜业	842.5	24.3	874.2	65.05	78.4	88.2	90.6	13.0	10.7	9.6	9.3
铜陵有色	460.5	3.6	637.2	26.99	40.5	46.1	54.8	17.1	11.4	10.0	8.4
云南铜业	260.9	13.0	366.2	15.79	22.1	24.4	27.7	16.5	11.8	10.7	9.4

注：金诚信、西部矿业、洛阳钼业、藏格矿业、河钢资源盈利预测取自国投证券预测值，其余取自 Wind 一致预期，市值及股价取自 2024 年 6 月 19 日收盘价；公司资源量数据均截至 2023 年年报数据。藏格矿业资源量数据为巨龙铜矿资源量，藏格矿业持有巨龙铜业 30.78% 股份。
资料来源：Wind, 国投证券研究中心

4. 风险提示

需求不及预期；铜价大幅波动；供应超预期恢复。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034