

► **原料端：铜矿供应持续紧张，传导到精铜开始体现。**矿端：供给持续收紧，2024 年全球铜矿延续低增速，全年增量仅 53 万吨；2025 年全球多个矿企明确下调产量规划，预计全年矿端增量仅 40 万吨，供给收缩进一步强化。**再生铜：**2024 年再生铜产量大幅增长对供需关系形成较大冲击，当前废阳极铜月度产量持续下降，再生铜杆企业开工率同期较低，废铜原料供给或同样紧张，来自再生铜的冲击将明显减弱。**港口库存：**铜精矿港口库存自年初以来快速去化，目前处在历史同期较低水平，反应冶炼厂的库存消耗速度加快。矿端传导至冶炼端本身需要时间，大约需要 2 年左右时间，铜矿低增速已持续好几年，矿端紧张传导到冶炼端将完成。

► **利润端：加工费低迷，冶炼利润亏损严重。**2025 年长单 TC 价格每吨 21.25 美元为历史最低水平，年后现货加工费则再次深陷负值区间，最新的现货加工费水平为 -15.83 美元/吨，冶炼厂加工费持续低迷。在当前的加工费水平下，无论是长单还是现货，冶炼厂都难以盈利。根据测算，当前长单条件下的单吨铜冶炼亏损幅度为 -165 元/吨，现货条件下的单吨铜冶炼亏损幅度为 -985 元/吨。因此，在当前加工费水平下，冶炼厂亏损严重，难以为继。

► **冶炼厂检修即将开始，减产或正在路上。**SMM 月度数据来看，2024 年下半年开始，精炼铜持续处在高产量的趋势中，这样的高产量背后体现的是冶炼厂大幅消耗自身库存，同时这样的高产量状态是不可持续的。从 SAVANT 全球铜冶炼指数看出，目前铜冶炼闲置产能有上升趋势并处在历史较高水平；统计冶炼厂动态来看，国内外均出现了部分减产检修信息，进入 3 月后，不少冶炼厂亦将开启检修，涉及产能体量较大，减产或正在路上

► **长期供给约束突出，看好铜价中枢持续上升。**在产矿山老龄化严重，现有供给干扰几率大幅提升；过去几年新项目发现寥寥无几，同时铜矿开发周期变得更加满仓，平均开发时间超过 15 年，因此未来项目增量难以预见，铜的长期供给约束愈发明显。

► **投资建议：二季度减产在即，铜价有望上行。**由于铜精矿供给持续收紧，并且冶炼厂已消耗较多库存的背景下，矿端紧张传导到精炼铜端即将完成，叠加 3 月开始逐渐增多的冶炼厂检修信息，冶炼厂减产可能性逐渐提升。另一方面，3 月为传统需求旺季，供需强弱格局有望呈现，看好铜价上行。**推荐洛阳钼业、藏格矿业、紫金矿业、金诚信、西部矿业、中国有色矿业。**

► **风险提示：**需求不及预期风险，供给超预期释放风险，项目进展不及预期风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603993.SH	洛阳钼业	7.8	0.38	0.62	0.70	20	13	11	推荐
000408.SZ	藏格矿业	37.31	2.18	1.63	1.77	17	23	21	推荐
601899.SH	紫金矿业	16.69	0.79	1.20	1.43	21	14	12	推荐
603979.SH	金诚信	43.2	1.65	2.50	3.43	26	17	13	推荐
601168.SH	西部矿业	17.4	1.17	1.54	1.75	15	11	10	推荐
1258.HK	中国有色 矿业	5.55	0.55	0.78	0.86	10	7	6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 3 月 12 日收盘价；港币/美元 0.1287，中国有色矿业为港币)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

1. 钴行业动态报告：刚果金暂停出口，钴价上行-2025/03/11
2. 有色金属周报 20250308：步入需求旺季，价格上行-2025/03/09
3. 有色金属周报 20250301：迎金三银四旺季，期待金属价格上行-2025/03/01
4. 有色金属周报 20250223：国内政策表态积极，继续看好春季行情-2025/02/23
5. 有色金属周报 20250216：金属价格维持强势，继续看好春季行情-2025/02/16

目录

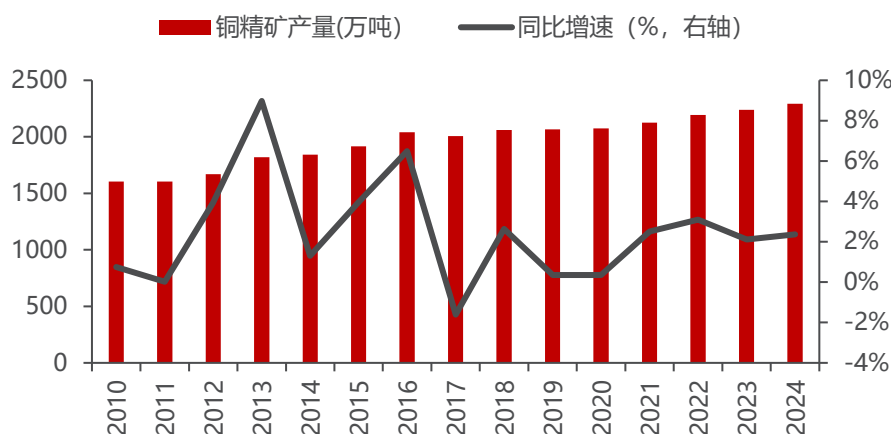
1 原料端：铜矿供应持续紧张，传导到精铜开始体现	3
1.1 矿端：供给持续缩紧，2025 年预计全球铜矿增量仅 40 万吨.....	3
1.2 再生铜：废阳极铜产量下降，原料或同样紧张.....	5
1.3 港口库存：铜精矿港口库存大幅下降，冶炼厂库存或消化较多.....	6
1.4 矿端紧张传导至冶炼端将完成.....	7
2 利润端：加工费低迷，冶炼利润亏损严重	8
3 冶炼厂检修即将开始，减产或正在路上	10
3.1 精炼铜高产量不可持续.....	10
3.2 冶炼厂产能闲置指数上升，检修即将开始.....	10
4 长期供给约束突出，看好铜价中枢持续上升	13
5 投资建议	16
6 风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

1 原料端：铜矿供应持续紧张，传导到精铜开始体现

1.1 矿端：供给持续缩紧，2025 年预计全球铜矿增量仅 40 万吨

多家矿企下调 2025 年产量，供给继续缩紧，预计全年矿端增量仅 40 万吨左右。据 ICSG 数据，2024 年全球铜矿继续维持低增速，全年产量 2291.3 万吨，同比增长 2.4%，增量仅 53 万吨。而从 2025 年产量规划来看，多家矿企已明确下调全年产量，第一量子位于巴拿马的铜矿今年复产无望，全球铜矿供给缩紧趋势进一步强化，全年预计矿端增量仅 40 万吨左右。

图1：2024 年全球铜精矿产量维持低增速



资料来源：ICSG，民生证券研究院

表1：全球头部铜矿企历年产量及最新产量指引情况 (单位：万吨)

公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	增减量
自由港	169.5	169.5	149.3	145.2	172.4	190.5	190.5	190.5	181	-9.1
必和必拓	132.6	175.3	168.9	172.4	163.6	157.4	171.6	186.5	194.5	8.0
南方铜业	91.3	92.0	102.0	102.2	95.8	89.5	91.1	97.4	96.7	-0.7
嘉能可	131.0	145.4	137.1	125.0	119.6	105.9	101.0	95.2	88	-7.2
英美资源	57.9	66.9	63.8	64.8	64.8	66.5	82.6	77.3	72	-5.3
力拓	47.8	63.4	57.8	52.9	49.4	52.0	61.9	69.7	81.5	11.8
安托法加斯塔	70.7	73.0	77.0	73.4	72.2	64.6	66.1	66.4	68	1.6
波兰铜业	41.9	53.3	53.5	54.1	56.7	54.0	51.4	54.1	不明	0.0
泰克资源	28.7	29.4	29.7	27.6	28.7	27.0	29.6	44.6	52.75	8.2
俄镍	38.4	47.3	49.9	48.8	40.8	43.3	42.5	43.3	42.6	-0.7
第一量子	57.4	60.6	63.4	77.9	81.6	77.6	70.8	43.1	41	-2.1
紫金矿业	20.8	24.9	37.0	45.3	58.4	87.7	100.7	107.0	115	8.0

洛阳钼业	24.9	20.0	20.7	21.0	23.3	27.7	42.0	65.0	63	-2.0
五矿资源	59.8	46.6	45.2	38.5	34.0	30.5	34.7	36.7	49.4	12.7
合计	973	1068	1055	1049	1061	1074	1137	1177	1146	23

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表2：2024-2028 年新增铜矿产量 (单位：万吨)

矿山	所在地	公司	矿山新增量				
			2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
巨龙	中国	紫金矿业	2.1	0	14	2.4	0
玉龙	中国	西部矿业	3	0	4	2	0
朱诺	中国	紫金矿业	0	0	2	3	2.6
谢通门	中国	金川集团&紫金矿业	0	0	1	3	1
甲玛	中国	中国黄金国际	2.4	3.1	0	0	0
QB2	智利	泰克资源	20	0	0	0	0
Chuquicamata 地下矿	智利	智利国家铜业	5.5	5.5	5.5	0	0
Escondida	智利	必和必拓 BHP	2	2	2	3	3
Spence	智利	必和必拓 BHP	1	2	0	0	0
Mantoverde	智利	Capstone	6	0	0	0	0
Grasberg	印尼	自由港	5	-1	0	0	0
Almalyk	乌兹别克斯坦	Almalyk Mining and Metallurgical Combine	9	3	0	0	0
Bor	塞尔维亚	紫金矿业	2	0	2	2	2
Timok 上带矿	塞尔维亚	紫金矿业	0	3	0	0	0
Timok 下带矿	塞尔维亚	紫金矿业	0	0	2	2	3
Palabora Copper	南非	河钢资源	2	1	2	0	0
Las Bambas	秘鲁	五矿资源	2	8	0	0	0
Toromocho	秘鲁	中国铝业集团	0	0	0	0	0
Quellaveco	秘鲁	英美资源	0	0	0	0	0
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	11	5	5	0	0
Kamoa-Kakula	刚果金	紫金矿业&艾芬豪	4	13	3	0	0
科卢维奇	刚果金	紫金矿业	-3	3	0	0	0
TFM	刚果金	洛阳钼业	15	2	3	7	2
KFM	刚果金	洛阳钼业	9.5	2.5	0	5	5
Lonshi	刚果金	金诚信	1.5	2	0	0	0
Kinsevere	刚果金	五矿资源	0.5	1.5	2	0	0
门塞萨	刚果金	中国有色矿业	0	0	0	1	1
刚波夫西矿体	刚果金	中国有色矿业	0	0	0	0	1
Lubambe	赞比亚	金诚信	0	0	0.25	0.55	0.25
卢安夏主矿体	赞比亚	中国有色矿业	0	0	0.5	1.5	2
米拉多铜矿二期	厄瓜多尔	铜陵有色	0	5	7	0	0
Udokan	俄罗斯	Udokan Copper LLC	4	3	2	0	0
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	2	0	0	0	0

Salobo	巴西	淡水河谷	0	3	0	0	0
San Matias	哥伦比亚	金诚信	0	0	0	2	1
Cobre Panama	巴拿马	第一量子	-35	0	10	15	0
矿山品位衰减等常规减量			-20	-27	-20	-20	-20
总计 (万吨)			51	39	48	29	4

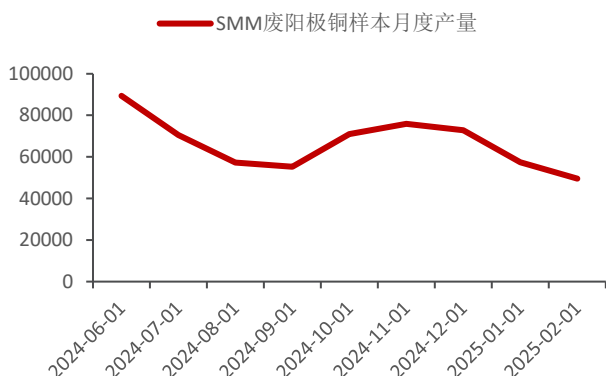
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：25年常规减量按照矿企指引调整

1.2 再生铜：废阳极铜产量下降，原料或同样紧张

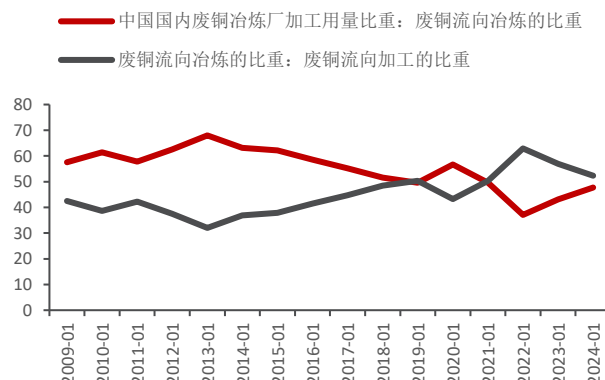
从 SMM 样本数据来看，废阳极铜月产量下降，再生铜的原料供应或同样紧张。2024 年铜供应中一个重要的来源是废铜流向的改变，从原来流向加工转为流向冶炼，导致再生铜供应出现较大幅度增长，冲击了供需关系。而从目前来看，一方面废铜的月产量持续下降，阳极板加工费低难以刺激废铜生产，因此来自再生铜的供应冲击会明显减弱；另一方面，再生铜制杆企业的开工率同期水平来看也处在较低位置，再生铜杆企业的原料库存也并不多，反应出废铜的原料供给或同样紧张。

图2：废阳极铜产量持续下降（单位：吨）



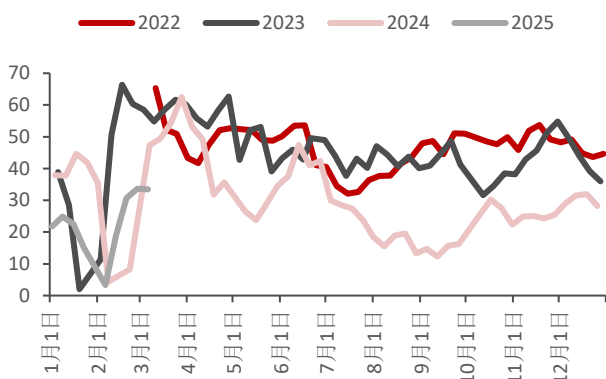
资料来源：SMM，民生证券研究院

图3：废铜流向比例（单位：%）



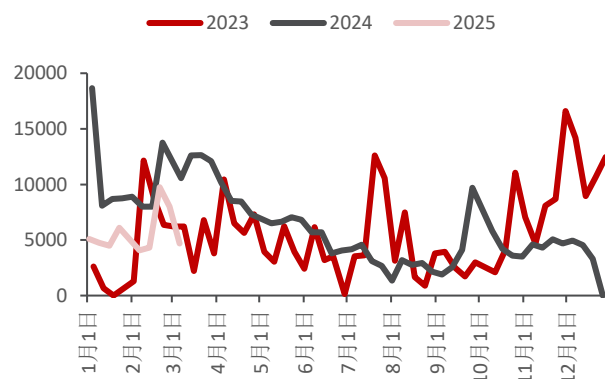
资料来源：SMM，民生证券研究院

图4：再生铜杆企业周度开工率较低（单位：%）



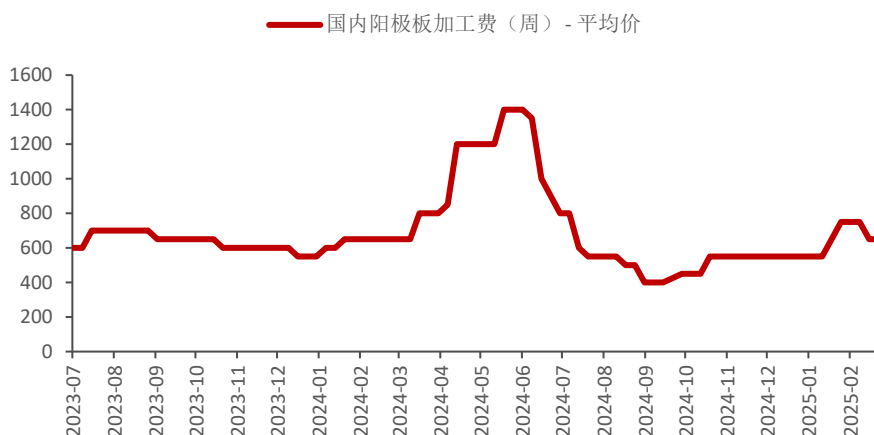
资料来源：SMM，民生证券研究院

图5：再生铜杆企业原料库存不高（单位：吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

图6：国内阳极板加工费低（单位：元/吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

1.3 港口库存：铜精矿港口库存大幅下降，冶炼厂库存或消化较多

铜精矿港口库存自年初以来快速去化，冶炼厂库存消耗或较多。铜精矿港口库存代表冶炼厂的到港库存，目前港口库存基本处于历史低点，冶炼厂的库存去化速度加快。

图7：国内主流港口铜精矿库存快速去化

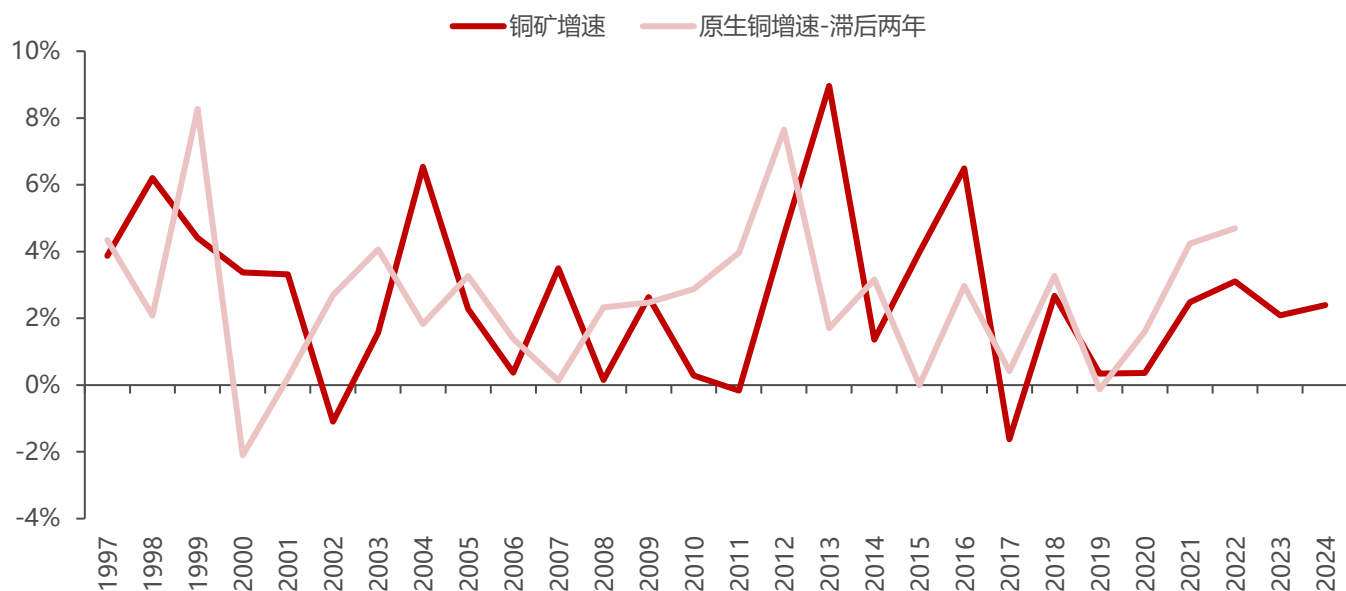


资料来源：SMM，民生证券研究院

1.4 矿端紧张传导至冶炼端将完成

矿端传导到冶炼端本身需要时间，从 ICSG 的数据来看，或需要 2 年左右时间。2024 年，全球铜矿的同比增速维持低增速 2.4%，全年增量 53 万吨，与之对应的是全球原生精炼铜的增速为 4.7%，增量为 103.8 万吨，是接近铜矿增量的两倍。精炼铜增速远远高于矿端，这主要是由于从铜精矿到精炼铜中间仍有较多环节，贸易商、冶炼厂乃至矿企本身的库存都会对这一传导产生影响。因此，从矿端到冶炼端的传导需要时间，从 ICSG 历史增速数据来看，铜精矿产量增速与精炼铜产量增速匹配程度低，但与滞后两年的精炼铜增速匹配程度较高，矿端紧张或宽松完成到冶炼端的传导或需要 2 年左右的时间。

图8：矿端传导到冶炼端或需要 2 年左右时间

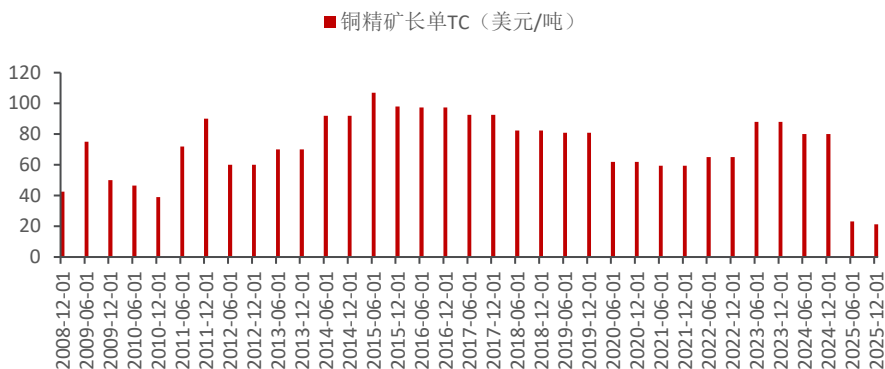


资料来源：ICSG，民生证券研究院

2 利润端：加工费低迷，冶炼利润亏损严重

2025 年长单为历史最低水平，年后现货加工费则再次深陷负值区间，冶炼厂加工费持续低迷。此前，智利铜矿商 Antofagasta 已同意以每吨 21.25 美元/每磅 2.125 美分的价格将铜精矿出售给江西铜业股份有限公司，这一新的长单数字同比 2024 年每吨 80 美元/每磅 8.0 美分下滑了 73%，为历史最低加工费水平。受铜精矿持续紧张影响，现货加工费同样一路下跌，年后以来再次深陷负值区间，最新的现货加工费水平为-15.83 美元/吨。

图9：25 年 TC 长单为历史最低水平



资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：铜现货加工费水平深陷负值区间



资料来源：SMM，民生证券研究院

当前加工费水平下，铜冶炼厂利润亏损严重。根据龚江蓉《国内外铜冶炼厂成本与费用特点分析》中针对国内一些知名冶炼厂加权计算的铜冶炼成本情况来看，

我国铜冶炼厂加工成本大概在 2000 元/吨左右。在当前的加工费水平下，无论是长单还是现货，即便是算上硫酸副产品的利润，冶炼厂都难以盈利。根据测算，当前长单条件下的单吨铜冶炼亏损幅度为-165 元/吨，现货条件下的单吨铜冶炼亏损幅度为-985 元/吨。

表3：中国单吨铜冶炼成本构成

项目	金额 (元)
人工费	197.14
电力	600.13
燃料	254.52
其他总费用	558.70
直接现金成本	1610.49
折旧费	356.20
加工成本	1966.69
硫酸回收	-656.82
余热回收	-197.27
净成本费用	1112.60

来源：龚江蓉《国内外铜冶炼厂成本与费用特点分析》，民生证券研究院

注：表中成本为贵溪，铜陵金冠，广西金川，山东祥光，山东东营，金隆，大冶，和鼎，紫金，甘肃金川，昆明云铜加权计算

表4：中国单吨铜冶炼利润测算

项目	长单	现货	备注
TC (美元/吨)	21.25	-15.83	
RC (美分/磅)	2.125	4	
加工费收入 (元/吨)	985	165	计算公式: (TC/25%/96.5%+RC*22.046) *汇率
加工成本 (元/吨)	2000	2000	
硫酸收入 (元/吨)	650	650	1 吨冶炼铜副产 3 吨硫酸
余热收入 (元/吨)	200	200	
净利润 (元/吨)	-165	-985	

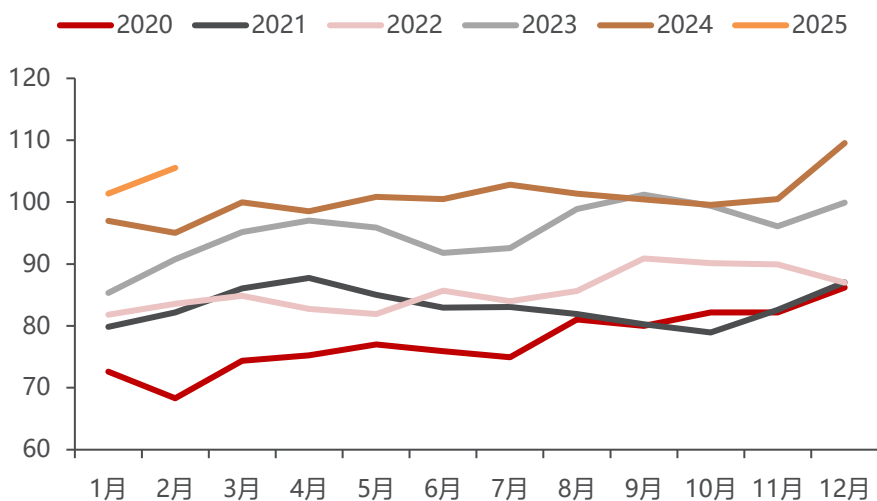
来源：SMM，民生证券研究院测算

3 冶炼厂检修即将开始，减产或正在路上

3.1 精炼铜高产量不可持续

国内电解铜产量侧面印证冶炼厂消耗库存大，电解铜高产量不可持续。SMM 月度数据来看，2024 年中有 8 个月月均产量都超过了 100 万吨，同比增长量级为 62 万吨；2025 年 1-2 月产量续创新高。我们认为在供给收缩的趋势下，这样的高产量背后体现的是冶炼厂大幅消耗自身库存，同时这样的高产量状态是不可持续的。

图11：中国电解铜月度产量（单位：万吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

3.2 冶炼厂产能闲置指数上升，检修即将开始

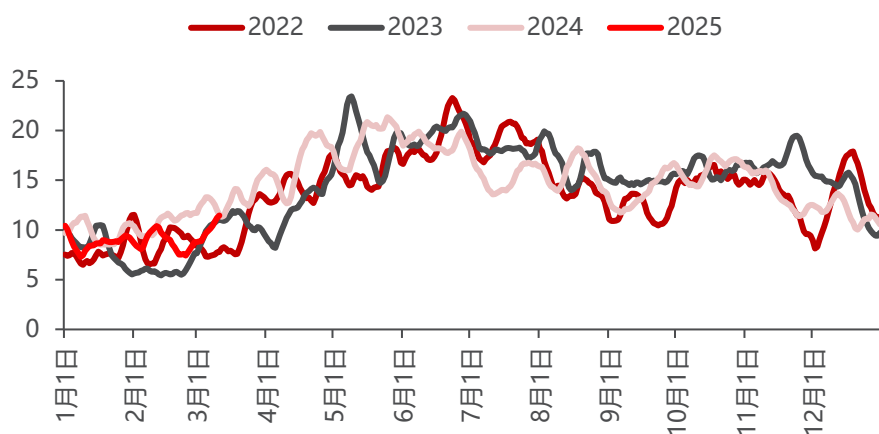
过去两年精炼铜产能利用率较高，当前全球冶炼铜产能闲置指数上升，冶炼产能利用率未来或下降。SAVANT 全球铜冶炼指数由地理空间情报公司 Earth-i 和英国商品经纪公司 Marex Specticon 在 2019 年 10 月推出，每日更新，提供日度、周度、月度数据，反映出全球铜冶炼厂的实时活跃度。从其数据看出，与历史同期相比，全球铜冶炼产能闲置指数处于较高位置。过去两年精炼铜产能利用率有所回升，处在较高位置，经过库存的消耗之后，未来产能利用率或下降。

图12: 过去两年精炼铜产能利用率较高 (单位: %)



资料来源: ICSG, 民生证券研究院

图13: SAVANT 全球冶炼铜产能闲置指数上升



资料来源: SAVANT, 民生证券研究院

进入三月,不少冶炼厂将开启检修,减产或正在路上。目前已出现部分减产检修信息。此前嘉能可集团(Glencore)位于菲律宾的PASAR铜冶炼厂现停产,具体复产时间尚未确定,该冶炼厂年粗炼产能约为20万吨。进入三月,不少冶炼厂均有检修计划,涉及产能体量较大,减产或正在路上。

表5: 冶炼厂检修动态

日期	企业代码	粗炼产能	精炼产能	开始时间	结束时间	备注
2025	1	40	40	2024年12月	2025年1月	45天
2025	2	12	12	2024年12月	2025年1月	40天左右
2025	3	20	33	2025年3月	2025年4月	45天

2025	4	50	50	2025年3月	2025年3月	30天
2025	5	10	15	2025年3月底	2025年4月底	30天
2025	6	32	35	2025年4月	2025年5月	30天
2025	7	30	35	2025年4月	2025年4月	30天
2025	8	10	15	2025年4月	2025年4月	30天
2025	9	15	40	2025年5月	2025年6月	35天
2025	10	20	0	2025年5月	2025年6月	30天
2025	11	15	15	2025年5月	2025年6月	30天
2025	12	10	10	2025年7月	2025年7月	30天
2025	13	10	15	2025年8月	2025年9月	
2025	14	30	25	2025年9月	2025年10月	
2025	15	40	40	2025年8月	2025年10月	
2025	16	15	15	2025年10月	2025年11月	35天
2025	17	30	0	2025年10月	2025年10月	35天
2025	18	50	100	2025年10月底	2025年11月底	
2025	19	35	45	2025年10月	2025年11月	35天
2025	20	40	45	2025年12月	2026年1月	

资料来源：SMM，民生证券研究院

4 长期供给约束突出，看好铜价中枢持续上升

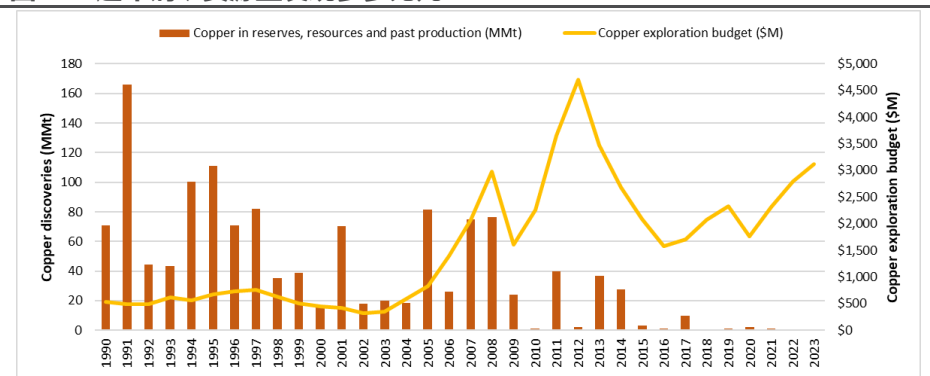
在产矿山老化严重，现有供给干扰几率大幅提升。2023 年全球产量排名前二十的矿山中，2000 年后发现的矿山仅 4 座，意味着全球 30%左右的产量都是由三十年甚至更早之前发现的矿山来提供，这些矿山经过长时间的开发，逐渐面临品位下滑、成本上升等各种问题，维持原有产量或是增产难度会持续提升，现有供给稳定性愈发脆弱，干扰几率大幅提升。

表6：全球前二十大铜矿

全球排名	矿山名称	2023 年产量 (万吨)	发现时间	所在地区	年产量全球占比(%)
1	Escondida	106.2	1991	智利	4.8
2	Grasberg	71.1	1993	印尼	3.2
3	Collahuasi	57.1	1991	智利	2.6
4	Antamina	45.5	1970	秘鲁	2.1
5	Cerro Verde	44.2	1995	秘鲁	2.0
6	Buenavista	43.2	1899	墨西哥	2.0
7	El Teniente	40.5	1819	智利	1.8
8	Morenci	40.1	1994	美国	1.8
9	Polska Miedz	39.3	1957	波兰	1.8
10	Cobre Panama	35	2011	巴拿马	1.6
11	Kamoa-Kakula	33.3	2008	刚果金	1.5
12	Radomiro Tomic	30.1	1950	智利	1.4
13	Los Pelambres	27.5	1969	智利	1.2
14	Los Bronces	27.1	-	智利	1.2
15	Chuquibambilla	26.8	1899	智利	1.2
16	Las Bambas	25.5	2005	秘鲁	1.2
17	Tenke Fungurume	25.4	1990	刚果金	1.2
18	Spence	24.6	1996	智利	1.1
19	Toromocho	24.5	-	秘鲁	1.1
20	Trident -Sentinel	24.2	2007	赞比亚	1.1

资料来源：S&P Global，民生证券研究院

新项目发现寥寥无几，未来项目增量难以预见。根据 S&P Global 统计来看，2023 年，重大铜项目发现量的下降趋势仍在继续。在分析中包含的 239 个项目中，过去 10 年的发现仅占 14 个。自 1990 年以来，这些发现的项目铜金属量仅 462 万吨，占有重大发现 3.5%。重大项目量发现减少的原因包括资本投入不足、找矿难度提升等原因。

图14：近年铜矿资源量发现寥寥无几


资料来源：S&P Global，民生证券研究院

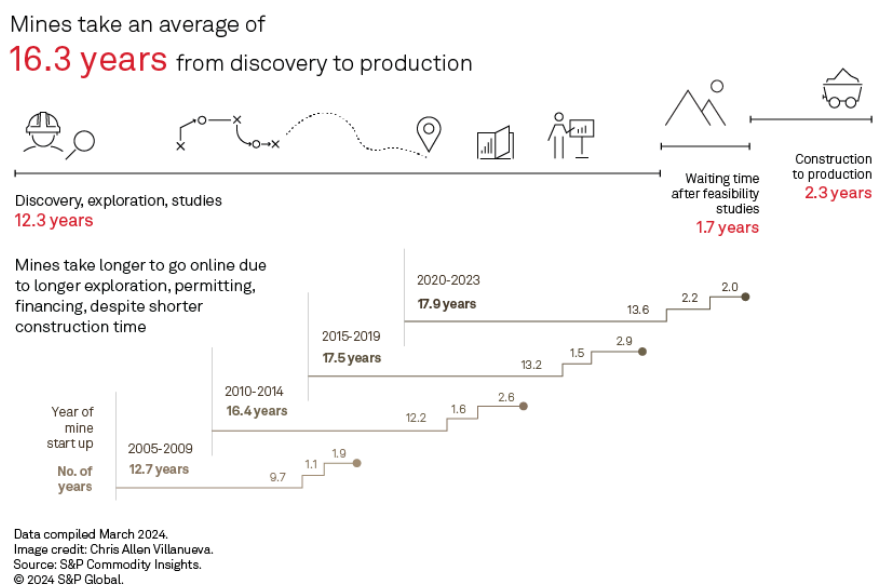
表7：1990-2023 铜矿重大发现情况

年份	重大发现数量	铜金属量 (百万吨)	铜勘察预算 (百万美元)	发现成本 (美元/吨)
1990	8	71	529	7
1991	10	166	492	3
1992	8	45	487	11
1993	10	43	625	14
1994	13	100	563	6
1995	16	111	670	6
1996	11	71	730	10
1997	18	82	758	9
1998	12	35	625	18
1999	9	39	509	13
2000	9	17	451	27
2001	11	70	420	6
2002	8	18	316	17
2003	7	20	351	18
2004	7	18	584	32
2005	15	82	837	10
2006	7	26	1,393	53
2007	15	75	2,077	28
2008	10	76	2,977	39
2009	6	24	1,608	67
2010	1	1	2,257	2,301
2011	7	40	3,657	91
2012	2	2	4,701	2,276
2013	5	37	3,469	94
2014	5	28	2,678	96
2015	1	3	2,082	659
2016	1	1	1,577	1,515
2017	3	10	1,704	170
2018	0	0	2,075	NM
2019	1	1	2,321	2,110
2020	2	2	1,759	802
2021	1	1	2,309	2,443
2022	0	0	2,791	NM
2023	0	0	3,118	NM
Total	239	1,315		

资料来源：S&P Global，民生证券研究院

铜矿开发周期愈发漫长,限制了未来供给速度。根据 S&P Global 统计,2005-2009 年的矿山,从发现到生产的平均时间为 12.7 年,而且到目前为止一直在稳步增长。对于 2020-2023 年期间开始生产的矿山,平均开发时间跃升至 17.9 年,铜矿的开发周期变得愈发漫长。

图15: 铜矿开发周期变得愈发漫长



资料来源: S&P Global, 民生证券研究院

5 投资建议

二季度减产在即，铜价有望上行。由于铜精矿供给持续收紧，并且冶炼厂已消耗较多库存的背景下，矿端紧张传导到精炼铜端即将完成，叠加3月开始逐渐增多的冶炼厂检修信息，冶炼厂减产可能性逐渐提升。另一方面，3月为传统需求旺季，供弱需强格局有望呈现，看好铜价上行。**推荐洛阳钼业、藏格矿业、紫金矿业、金诚信、西部矿业、中国有色矿业。**

6 风险提示

1) 需求不及预期风险。铜价受多方面因素影响，尽管供给端约束较强，但是若下游需求接受度较弱，铜价上涨动力或将受阻，对相关公司盈利产生不利影响。

2) 供给超预期释放风险。供给端统计并不完全，同时矿企的年度产量指引在年度内也时常变化，若存在样本外的供给端释放较多，或矿企后续产量指引提升，则供给超预期释放会对铜价上行形成压力。

3) 项目进展不及预期风险。目前各个公司的盈利预测基于其产量的指引以及对铜价的假设，其产量指引与扩产项目进度息息相关，若扩产项目进度不及预期，则会影响各个公司的盈利能力。

插图目录

图 1: 2024 年全球铜精矿产量维持低增速	3
图 2: 废阳极铜产量持续下降 (单位: 吨)	5
图 3: 废铜流向比例 (单位: %)	5
图 4: 再生铜杆企业周度开工率较低 (单位: %)	5
图 5: 再生铜杆企业原料库存不高 (单位: 吨)	5
图 6: 国内阳极板加工费低 (单位: 元/吨)	6
图 7: 国内主流港口铜精矿库存快速去化	6
图 8: 矿端传导到冶炼端或需要 2 年左右时间	7
图 9: 25 年 TC 长单为历史最低水平	8
图 10: 铜现货加工费水平深陷负值区间	8
图 11: 中国电解铜月度产量 (单位: 万吨)	10
图 12: 过去两年精炼铜产能利用率较高 (单位: %)	11
图 13: SAVANT 全球冶炼铜产能闲置指数上升	11
图 14: 近年铜矿资源量发现寥寥无几	14
图 15: 铜矿开发周期变得愈发漫长	15

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 全球头部铜矿企历年产量及最新产量指引情况 (单位: 万吨)	3
表 2: 2024-2028 年新增铜矿产量 (单位: 万吨)	4
表 3: 中国单吨铜冶炼成本构成	9
表 4: 中国单吨铜冶炼利润测算	9
表 5: 冶炼厂检修动态	11
表 6: 全球前二十大铜矿	13
表 7: 1990-2023 铜矿重大发现情况	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048