



有色金属行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

金属材料组

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001）

wujinkai@gjzq.com.cn

全球主流铜企 Q2 更新：供给收缩延续，北美与拉美主导减量

投资逻辑

全球：H1 铜矿供给收缩，新增产能难改核心矿山约束

ICSG 数据显示，2026H1 全球矿山铜产量 1134.1 万吨；截至 2026 年 9 月 1 日，全球合计 49 家样本铜企公布分季度铜产量。49 家样本铜企 H1 产量合计 819.6 万吨，占全球矿山铜产量 72.3%，同比减少 37.1 万吨、下降 4.3%；Q2 样本产量 417.9 万吨，同比减少 19.5 万吨、下降 4.5%，供给收缩延续至二季度。

分地区看，北美和拉美分别减产 25.0 万吨和 13.9 万吨，合计减量 38.9 万吨；中资铜企和综合矿业集团分别增产 1.2 万吨，欧洲及欧亚基本持平，澳洲减产 0.5 万吨。北美与拉美构成本轮全球主流铜企供给收缩的决定性来源。

中资铜企：扩产与提效共振，资源向产量转化能力增强

中资铜企 H1 产量 178.4 万吨，占全球 15.7%，同比增长 1.2%。TFM、KFM 高负荷运行和选冶优化推动洛阳钼业持续放量，紫金矿业除 Kamoa 权益外的自有铜资产保持增长，巨龙二期进入爬坡阶段。资源禀赋、工程建设与精细化运营共同构成连续增长能力。

综合矿业集团：多资产组合分散单矿风险，品位与矿序决定短期弹性

综合矿业集团 H1 产量 238.5 万吨，占全球 21.0%，同比保持增长。Glencore 受益于非洲资产采矿效率和 Antamina 高铜品位矿段，BHP 的波动主要来自 Escondida、Spence 品位及矿序变化。跨区域资产组合增强供给韧性。

北美铜企：核心矿山进入修复期，产能回归仍需跨年度

北美铜企 H1 产量同比下降 12.1%，减产主要集中于自由港和 Ivanhoe。Grasberg 湿矿物涌入事故造成主力生产区停产，湿出矿点增加和运输受限压低矿石输送；Kamoa-Kakula 受地震及涌水影响，高品位矿源减少，Phase 1/2 因供矿不足批次运行。两座矿山的采矿、排水和运输系统需分阶段恢复，供给回归跨越 2026-2027 年。

拉美本土铜企：成熟矿山约束延续，增长依赖结构性项目

拉美本土铜企 H1 产量 141.2 万吨，占全球 12.5%，同比下降 9.0%。Codelco 受安全约束、地下转换和品位压力影响，Antofagasta 受水资源、管线及矿石品位牵制。区域供给改善依赖地下工程、第二选厂和海水淡化等结构性项目。

欧洲及欧亚铜企：运营效率支撑稳定，新增供给弹性有限

欧洲及欧亚铜企 H1 产量 82.2 万吨、同比基本持平。Boliden 依靠 Aitik 高处理量和 Somincor 磨矿改善提升产出，其他矿企受品位、设备和维护约束。区域供给以稳定为主，新增弹性有限。

Q2 公开交流与指引：多数铜企资本开支未上调，产量指引净下修

公布分季度铜产量的 49 家主流铜企中，共有 35 家 Q2 召开过公开电话会或公布相关交流材料，其中 6 家上调资本开支，占比约 17%；29 家未上调。上调内容包括非铜项目、成本重估和项目前期支出，直接用于新增铜产能的资金有限。多数矿企仍未提高资本开支，现有铜价水平未触发行业性扩产；四家调整铜产量指引的公司合计净下修约 3.8 万吨。

投资建议

49 家样本 H1 产量同比下降 4.3%，北美与拉美合计减产 38.9 万吨；35 家公司仅 6 家上调资本开支，四家调整产量指引的公司合计净下修约 3.8 万吨。当前铜价未推动行业普遍扩产，供给收缩支撑铜价维持高位。建议关注拥有优质在产资源、扩产计划明确及资源转化能力较强的中资铜企。

风险提示

核心矿山复产超预期风险；新增及扩建项目放量超预期风险；宏观需求不及预期风险；库存与金融市场波动风险。



内容目录

一、全球 H1 铜矿供给收缩，新增产能难改核心矿山约束	3
二、分地区：北美与拉美贡献主要减量，中资铜企保持增长	4
2.1 中资铜企：扩产与提效共振，增长动能延续	4
2.2 综合矿业集团：多资产组合增强韧性，品位与矿序决定短期弹性	5
2.3 北美铜企：Grasberg 与 KK 事故主导减产，供给回归仍需跨年度	5
2.4 拉美本土铜企：Codelco 与 Antofagasta 压制区域供给	6
2.5 欧洲及欧亚铜企：吞吐量提效支撑产量，新增供给弹性有限	6
2.6 澳洲铜企：海外资产爬坡贡献增长，本土矿山进入恢复阶段	7
三、Q2 公开交流：多数铜企资本开支未上调，产量指引净下修	7
风险提示	13

图表目录

图表 1：2026Q2/H1 全球主流铜矿企业铜产量（万吨）	3
图表 2：2026Q2/H1 中资主流铜矿企业铜产量（万吨）	4
图表 3：2026Q2/H1 全球综合矿业集团铜产量（万吨）	5
图表 4：2026Q2/H1 北美铜矿企业铜产量（万吨）	5
图表 5：2026Q2/H1 拉美本土铜矿企业铜产量（万吨）	6
图表 6：2026Q2/H1 欧洲及欧亚铜矿企业铜产量（万吨）	6
图表 7：2026Q2/H1 澳洲铜矿企业铜产量（万吨）	7
图表 8：2026Q2/H1 全球主流铜矿企业公开交流及资本开支指引梳理	7
图表 9：2026Q2/H1 全球主流铜矿企业公开交流铜产量指引及 Q&A 重点梳理	10



一、全球 H1 铜矿供给收缩，新增产能难改核心矿山约束

ICSG 数据显示，2026H1 全球矿山铜产量 1134.1 万吨。截至 2026 年 9 月 1 日，全球合计 49 家样本铜企公布分季度铜产量。49 家样本铜企 H1 产量合计 819.6 万吨，占全球矿山铜产量 72.3%，同比减少 37.1 万吨、下降 4.3%；Q2 样本产量 417.9 万吨，同比减少 19.5 万吨、下降 4.5%，供给收缩延续至二季度。

从 H1 供给结构看，综合矿业集团产量 238.5 万吨、占全球 21.0%，北美铜企 161.3 万吨、占 14.2%，中资铜企按 49 家可比口径产量 164.7 万吨、占 14.5%，拉美本土铜企 141.2 万吨、占 12.5%，欧洲及欧亚铜企 82.2 万吨、占 7.2%，澳洲铜企 11.8 万吨、占 1.0%。北美和拉美分别减产 25.0 万吨和 13.9 万吨，合计减量 38.9 万吨；中资铜企和综合矿业集团分别增产 1.2 万吨，欧洲及欧亚基本持平，澳洲减产 0.5 万吨。北美与拉美构成本轮全球主流铜企供给收缩的决定性来源。

企业层面，自由港、Ivanhoe、Codelco 和 BHP H1 合计减产 42.7 万吨，其中自由港与 Ivanhoe 合计减产 29.6 万吨；Teck、Glencore 和洛阳钼业合计增产 14.8 万吨，形成最主要的供给对冲。Q2 自由港、Ivanhoe 和 Codelco 仍合计减产 17.7 万吨，核心矿山减量持续主导全球铜企产量变化。

供给收缩由事故、品位下降和运营约束共同驱动：Grasberg 在 2025 年 9 月湿矿涌出事故后处于分阶段复产，Kamoa-Kakula 东部高品位采区受到涌水压制，Codelco 受到 El Teniente 运营限制、Chuquicamata 检修和 Ministro Hales 品位下降影响，BHP 减量主要来自 Escondida 计划性品位下降及 Spence 复杂矿石处理。主要增量来自 Teck 的 QB 矿稳定运行、Glencore 非洲铜资产与 Antamina 品位改善以及洛阳钼业刚果（金）资产效率提升，核心矿山扰动锁定全球铜矿供给收缩方向。

图表1：2026Q2/H1 全球主流铜矿企业铜产量（万吨）

公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
BHP（必和必拓）	51.6	47.7	49.2	103.0	96.9	-5.9%	3.2%	-4.7%
Freeport-Mcmoran（自由港）	43.7	30.0	35.7	83.1	65.7	-20.9%	18.7%	-18.4%
Codelco（智利国家铜业）	33.8	27.2	29.2	63.4	56.4	-11.0%	7.4%	-13.6%
紫金矿业	27.9	25.9	27.5	56.7	53.4	-5.7%	6.2%	-1.5%
Southern Copper（南方铜业）	24.1	23.3	23.3	48.3	46.5	-3.7%	-0.1%	-3.6%
Rio Tinto（力拓）	22.9	22.9	21.3	43.9	44.2	0.7%	-7.0%	-7.0%
洛阳钼业	18.3	18.8	20.0	35.4	38.8	9.7%	6.5%	9.3%
Glencore（嘉能可）	17.6	20.0	19.7	34.4	39.7	15.4%	-1.1%	12.2%
KGHM（波兰铜业）	17.5	17.6	17.5	34.4	35.1	2.0%	-0.6%	0.1%
Anglo American（英美资源）	17.3	17.0	17.3	34.2	34.4	0.4%	1.6%	-0.1%
Antofagasta（安托法加斯塔）	16.0	14.3	14.2	31.5	28.5	-9.5%	-0.7%	-11.3%
五矿资源	14.0	12.9	13.8	25.9	26.7	3.0%	7.1%	-1.8%
Ivanhoe（艾芬豪）	11.2	6.2	6.1	24.5	12.3	-49.8%	-1.2%	-45.4%
Teck Resources（泰克资源）	10.9	14.0	13.6	21.5	27.6	28.2%	-2.9%	24.6%
Nornickel（诺里尔斯克镍公司）	10.4	9.9	10.4	21.3	20.3	-4.7%	5.8%	0.5%
KAZ Minerals（哈萨克斯坦铜业）	9.4	8.8	9.2	18.4	18.0	-2.3%	4.6%	-1.8%
Vale（淡水河谷）	9.3	10.2	9.8	18.4	20.1	9.4%	-3.8%	6.3%
First Quantum（第一量子）	9.1	9.6	10.0	19.1	19.7	3.2%	4.2%	10.3%
Lundin Mining（伦丁矿业）	8.0	8.0	7.7	15.7	15.7	0.0%	-3.8%	-4.0%
Toromocho（中铝秘鲁）	6.4	5.5	6.0	11.9	11.6	-3.0%	8.8%	-6.4%
Barrick Gold（巴里克黄金）	5.9	4.9	5.6	10.3	10.5	1.9%	14.3%	-5.1%
Capstone Copper	5.7	4.8	5.2	11.1	10.0	-10.3%	7.9%	-9.9%
西部矿业	4.8	4.2	4.7	9.2	9.0	-2.2%	11.6%	-0.7%
Newmont（纽蒙特黄金）	3.6	3.0	1.7	7.1	4.7	-33.8%	-43.3%	-52.8%
Minsur/Marcobre（Mina Justa）	3.3	2.6	2.8	6.8	5.4	-21.4%	9.9%	-15.6%
中国有色矿业	4.2	3.6	4.6	8.5	8.2	-3.7%	25.0%	8.2%
Hudbay Minerals	3.0	2.8	2.8	6.1	5.6	-8.2%	1.2%	-5.6%
Sandfire Resources	2.9	2.3	3.4	5.5	5.7	4.3%	49.7%	17.1%
Boliden	2.8	2.9	3.0	4.7	5.9	25.5%	4.2%	7.0%



公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
Kai Peng Mining (凯鹏矿业)	2.6	2.6	2.4	5.8	5.0	-13.7%	-10.6%	-9.2%
金诚信	2.2	2.2	2.5	3.9	4.7	19.1%	9.8%	12.1%
Evolution Mining	1.9	1.1	1.9	3.9	3.0	-22.4%	72.7%	-1.0%
中国黄金国际	1.8	1.7	1.9	3.5	3.6	2.1%	9.5%	3.5%
South32 (Sierra Gorda 权益)	1.8	1.7	1.6	3.5	3.3	-5.2%	-5.3%	-9.6%
Ero Copper	1.6	1.7	1.7	2.8	3.5	23.9%	0.2%	11.6%
金川国际	1.4	1.8	2.0	2.8	3.8	36.9%	12.1%	44.3%
Buenaventura (Direct Operations)	1.3	1.1	1.3	2.5	2.4	-4.0%	23.6%	2.1%
Atalaya Mining	1.3	1.0	1.3	2.7	2.3	-14.7%	35.8%	2.4%
Nexa Resources	0.9	0.6	0.6	1.7	1.3	-24.0%	-1.6%	-30.8%
Trekor Metals (原 Taseko)	0.9	1.4	1.4	1.8	2.7	51.4%	1.2%	53.1%
Amerigo Resources	0.7	0.6	0.8	1.3	1.4	8.6%	18.2%	9.0%
Aeris Resources	0.6	0.5	0.7	1.3	1.2	-9.9%	22.6%	4.8%
Centerra Gold (Mount Milligan)	0.6	0.6	0.6	1.1	1.2	13.3%	-7.1%	5.7%
29Metals (Golden Grove)	0.6	0.6	0.5	1.0	1.1	16.0%	-26.0%	-14.5%
Aura Minerals (Aranzazu)	0.5	0.3	0.3	0.8	0.7	-21.2%	7.5%	-24.3%
Greatland Resources (Telfer)	0.4	0.4	0.4	0.7	0.8	6.4%	-13.4%	-4.2%
Central Asia Metals	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	1.4%	18.9%	1.8%
Imperial Metals (Red Chris 30%)	0.3	0.3	0.2	0.6	0.5	-20.8%	-5.6%	-23.7%
Atico Mining	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	-4.9%	-0.4%	-3.4%
合计	437.4	401.7	417.9	856.7	819.6	-4.3%	4.0%	-4.5%

来源：各公司公告，各公司官网，Gob.pe，CTCPM，国金证券研究所

二、分地区：北美与拉美贡献主要减量，中资铜企保持增长

2.1 中资铜企：扩产与提效共振，增长动能延续

按地区完整披露口径，中资铜企 2026H1 产量 178.4 万吨，占全球矿山铜产量 15.7%，同比增长 1.2%；按 49 家全球主表可比口径，H1 产量为 164.7 万吨、同比增长 0.7%。中资铜企在全球供给收缩阶段延续扩张态势，增长来源由单一项目放量转向多资产协同。

洛阳钼业 H1 铜产量 38.8 万吨，同比增长 9.7%。TFM、KFM 高负荷运行是产量基础，运营端通过优化六条生产线、依据矿石性质精准配矿，并动态平衡酸耗与铜回收率，将资源禀赋转化为稳定产出。刚果（金）资产的增长体现了采矿组织、选冶控制与物料调度的系统能力，产量释放具备持续性。

紫金矿业整体披露口径受到 Kamoa 权益产量阶段性扰动，但公司披露剔除 Kamoa 权益后，其他自有铜资产 H1 保持增长。巨龙二期于年初投产后进入爬坡阶段，国内外后续项目储备继续推进，形成从资源获取、工程建设到运营提效的完整转化链条。中资铜企的核心优势是扩产项目密度与运营效率同步提升，增长中枢持续上移。

图表2：2026Q2/H1 中资主流铜矿企业铜产量（万吨）

公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
紫金矿业	27.9	25.9	27.5	56.7	53.4	-5.7%	6.2%	-1.5%
洛阳钼业	18.3	18.8	20.0	35.4	38.8	9.7%	6.5%	9.3%
五矿资源	14.0	12.9	13.8	25.9	26.7	3.0%	7.1%	-1.8%
Toromocho (中铝秘鲁)	6.4	5.5	6.0	11.9	11.6	-3.0%	8.8%	-6.4%
西部矿业	4.8	4.2	4.7	9.2	9.0	-2.2%	11.6%	-0.7%
中国有色矿业	4.2	3.6	4.6	8.5	8.2	-3.7%	25.0%	8.2%
金诚信	2.2	2.2	2.5	3.9	4.7	19.1%	9.8%	12.1%
中国黄金国际	1.8	1.7	1.9	3.5	3.6	2.1%	9.5%	3.5%
金川国际	1.4	1.8	2.0	2.8	3.8	36.9%	12.1%	44.3%
Kai Peng Mining (凯鹏矿业)	2.6	2.6	2.4	5.8	5.0	-13.7%	-10.6%	-9.2%



公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
江西铜业	-	-	-	9.9	10.0	0.7%	-	-
云南铜业	-	-	-	2.8	3.7	31.4%	-	-
合计	83.7	79.4	85.3	176.2	178.4	1.2%	7.5%	2.0%

来源：各公司公告，各公司官网，CTCPM, Gob. pe, 国金证券研究所；注：分地区按公司归属分类，并非矿山所在地分类，下同；中资地区完整披露口径包含仅披露 H1 产量的江西铜业和云南铜业，合计 178.4 万吨；49 家公司全球主表未纳入上述两家公司，可比口径为 164.7 万吨

2.2 综合矿业集团：多资产组合增强韧性，品位与矿序决定短期弹性

综合矿业集团 2026H1 铜产量 238.5 万吨，占全球矿山铜产量 21.0%，同比增长 0.5%。这类企业横跨多个矿区和生产工艺，单一矿山扰动对集团产量的影响被资产组合分散，区域供给因此表现出更强韧性；短期变化更多由矿石品位、采矿序列和处理量主导。

Glencore H1 自有铜产量 39.7 万吨，同比增长 15.4%，非洲铜资产采矿效率改善与 Antamina 进入高铜品位矿段构成主要驱动。公司出售 Kidd 资产后仍维持年度产量指引，反映存量组合的内生改善覆盖了资产退出影响。非洲资产的采矿组织与 Antamina 矿序切换共同提升组合质量，增长并非依赖单一新建项目。

BHP 的 Escondida 与 Spence 短期产量受品位回落、复杂矿石处理和采矿序列变化影响，但选厂吞吐能力与矿山基础设施并未同步收缩。综合矿业集团的中长期供给能力取决于高吞吐量维持、低品位矿经济化和大型扩建选项落地，总体供给保持相对稳定。

图表3：2026Q2/H1 全球综合矿业集团铜产量（万吨）

公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
BHP（必和必拓）	51.6	47.7	49.2	103.0	96.9	-5.9%	3.2%	-4.7%
Rio Tinto（力拓）	22.9	22.9	21.3	43.9	44.2	0.7%	-7.0%	-7.0%
Glencore（嘉能可）	17.6	20.0	19.7	34.4	39.7	15.4%	-1.1%	12.2%
Anglo American（英美资源）	17.3	17.0	17.3	34.2	34.4	0.4%	1.6%	-0.1%
Vale（淡水河谷）	9.3	10.2	9.8	18.4	20.1	9.4%	-3.8%	6.3%
South32（Sierra Gorda 权益）	1.8	1.7	1.6	3.5	3.3	-5.2%	-5.3%	-9.6%
合计	120.5	119.5	119.0	237.3	238.5	0.5%	-0.4%	-1.2%

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

2.3 北美铜企：Grasberg 与 KK 事故主导减产，供给回归仍需跨年度

北美铜企 2026H1 产量 181.3 万吨，占全球矿山铜产量 16.0%，同比下降 12.1%，是 49 家样本中降幅最深的公司组别。减产集中于自由港和 Ivanhoe，两家公司的核心扰动分别来自印尼 Grasberg 和刚果（金）Kamoa-Kakula；按公司归属地统计，两座海外大型矿山的产量变化构成北美铜企供给收缩的核心来源。

自由港 H1 产量下降主要由 Grasberg Block Cave 湿矿物涌入事故造成。2025 年 9 月约 80 万吨湿矿物从原露天坑涌入地下矿山，冲击多层巷道和服务设施，主力生产区 PB2/3 停产至 2026 年 3 月底；长期停产后续出矿点占比上升、干湿矿比例下降，列车装载溜槽改造继续限制矿石输送。公司预计 2026H2 整体产量恢复至正常水平约 65%、2027 年中达到约 80%、2027 年底接近满产。Grasberg 供给回归取决于运输系统修复、PB2/3 爬坡及 PB1S 重启，减产影响跨越 2026-2027 年。

Ivanhoe H1 减产源于 Kamoa-Kakula 矿源数量和品位同步下降。2025 年 5 月 Kakula 地震活动损伤排水及供电设施，东部高品位采区受涌水影响，2026H1 供矿主要来自西部和外围开发巷道；Phase 1/2 因矿源不足在 Q2 采用批次运行，Phase 3 入选品位低于去年同期。2026-2027 年以排水、巷道开发和新采场建设为主，Ivanhoe 预计 2028 年 Kamoa-Kakula 年化产量重回 50 万吨以上，KK 供给回归横跨多个年度。

图表4：2026Q2/H1 北美铜矿企业铜产量（万吨）

公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
Freeport-Mcmoran（自由港）	43.7	30.0	35.7	83.1	65.7	-20.9%	18.7%	-18.4%
Ivanhoe（艾芬豪）	11.2	6.2	6.1	24.5	12.3	-49.8%	-1.2%	-45.4%
Teck Resources（泰克资源）	10.9	14.0	13.6	21.5	27.6	28.2%	-2.9%	24.6%
First Quantum（第一量子）	9.1	9.6	10.0	19.1	19.7	3.2%	4.2%	10.3%
Lundin Mining（伦丁矿业）	8.0	8.0	7.7	15.7	15.7	0.0%	-3.8%	-4.0%
Barrick Gold（巴里克黄金）	5.9	4.9	5.6	10.3	10.5	1.9%	14.3%	-5.1%



公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
Capstone Copper	5.7	4.8	5.2	11.1	10.0	-10.3%	7.9%	-9.9%
Newmont (纽蒙特黄金)	3.6	3.0	1.7	7.1	4.7	-33.8%	-43.3%	-52.8%
Hudbay Minerals	3.0	2.8	2.8	6.1	5.6	-8.2%	1.2%	-5.6%
Ero Copper	1.6	1.7	1.7	2.8	3.5	23.9%	0.2%	11.6%
Trekor Metals (原Taseko)	0.9	1.4	1.4	1.8	2.7	51.4%	1.2%	53.1%
Amerigo Resources	0.7	0.6	0.8	1.3	1.4	8.6%	18.2%	9.0%
Centerra Gold (Mount Milligan)	0.6	0.6	0.6	1.1	1.2	13.3%	-7.1%	5.7%
Imperial Metals (Red Chris 30%)	0.3	0.3	0.2	0.6	0.5	-20.8%	-5.6%	-23.7%
Atico Mining	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	-4.9%	-0.4%	-3.4%
合计	105.3	88.1	93.2	206.3	181.3	-12.1%	5.8%	-11.5%

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

2.4 拉美本土铜企：Codelco 与 Antofagasta 压制区域供给

拉美本土铜企 2026H1 产量 141.2 万吨，占全球矿山铜产量 12.5%，同比下降 9.0%。区域资产以运营多年的大型矿山为主，矿体深部化、品位变化和基础设施约束同步加重，产量修复不再是简单恢复设备开工率，而是采矿系统转换与配套工程升级。

Codelco H1 自产铜 56.4 万吨，同比下降 11.0%。El Teniente 事故后的安全限制压低采矿强度，Chuquicamata 集中检修及地下矿转换影响矿源衔接，Ministro Hales 品位下降进一步削弱选厂产出，低产量又通过固定成本摊薄推升 C1 成本。Andes Norte、Diamante、Chuquicamata Underground 和 Rajo Inca 决定后续矿量接续，供给恢复依赖多年期结构性工程。

Antofagasta H1 产量 28.5 万吨，同比下降 9.5%，Los Pelambres 管线检修、水资源条件及 Centinela 矿石品位共同影响产出；部分铜滞留于厂内库存，也造成生产与销售节奏差异。Centinela 第二选厂、Los Pelambres 海水淡化和新管线均指向 2027 年前后的能力释放，区域增长将由水资源保障和新选厂投产重新塑造。

图表5：2026Q2/H1 拉美本土铜矿企业铜产量（万吨）

公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
Codelco (智利国家铜业)	33.8	27.2	29.2	63.4	56.4	-11.0%	7.4%	-13.6%
Southern Copper (南方铜业)	24.1	23.3	23.3	48.3	46.5	-3.7%	-0.1%	-3.6%
Antofagasta (安托法加斯塔)	16.0	14.3	14.2	31.5	28.5	-9.5%	-0.7%	-11.3%
Minsur/Marcobre (Mina Justa)	3.3	2.6	2.8	6.8	5.4	-21.4%	9.9%	-15.6%
Buenaventura (Direct Operations)	1.3	1.1	1.3	2.5	2.4	-4.0%	23.6%	2.1%
Nexa Resources	0.9	0.6	0.6	1.7	1.3	-24.0%	-1.6%	-30.8%
Aura Minerals (Aranzazu)	0.5	0.3	0.3	0.8	0.7	-21.2%	7.5%	-24.3%
合计	79.9	69.4	71.8	155.1	141.2	-9.0%	3.5%	-10.2%

来源：各公司公告，各公司官网，Gov. pe，国金证券研究所

2.5 欧洲及欧亚铜企：吞吐量提效支撑产量，新增供给弹性有限

欧洲及欧亚铜企 2026H1 产量 20.7 万吨，占全球矿山铜产量 1.8%，同比基本持平。区域供给以成熟矿山为主，缺少能够迅速改变总量的大型新项目，产量稳定性更多依靠设备开动率、选厂吞吐量和回收率管理。

Boliden 依靠 Aitik 高处理量和 Somincor 磨矿改善提升铜精矿产出，Aitik 以规模化处理部分缓解品位压力；Kevitsa 则受到设备和品位扰动。公司同比增长包含 Somincor 与 Zinkgruvan 自 2025 年 4 月中旬起并表的时间差，因此财务口径改善强于同期全球物理供给变化，实际生产提升主要来自吞吐量和运营效率。

KGHM、Nornickel 和 KAZ Minerals 的核心资产均处于成熟运营阶段，品位、深部采矿条件及设备可靠性对产量的边际影响持续上升。欧洲及欧亚铜企通过精细化运营维持供给稳定，但缺少大规模新增矿量，区域供给弹性保持低位。

图表6：2026Q2/H1 欧洲及欧亚铜矿企业铜产量（万吨）

公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
KGHM (波兰铜业)	17.5	17.6	17.5	34.4	35.1	2.0%	-0.6%	0.1%
Nornickel (诺里尔斯克镍公司)	10.4	9.9	10.4	21.3	20.3	-4.7%	5.8%	0.5%



公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
KAZ Minerals (哈萨克斯坦铜业)	9.4	8.8	9.2	18.4	18.0	-2.3%	4.6%	-1.8%
Boliden	2.8	2.9	3.0	4.7	5.9	25.5%	4.2%	7.0%
Atalaya Mining	1.3	1.0	1.3	2.7	2.3	-14.7%	35.8%	2.4%
Central Asia Metals	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	1.4%	18.9%	1.8%
合计	41.7	40.4	41.8	82.2	82.2	0.1%	3.5%	0.3%

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

2.6 澳洲铜企：海外资产爬坡贡献增长，本土矿山进入恢复阶段

澳洲铜企 2026H1 产量 11.8 万吨，占全球矿山铜产量 1.0%，同比下降 4.5%，Q2 已经恢复增长。该组按企业注册地划分，Sandfire 的主要铜资产位于博茨瓦纳和西班牙，数据并不代表澳洲本土矿山供给，核心观察应落在海外资产爬坡与本土矿山恢复两条路径。

Sandfire 旗下 Motheo 的 A4 高品位矿源进入商业化生产，选厂突破瓶颈后处理量提升；MATSA 通过提高磨矿负荷、入选品位和回收率改善产出。六月季度表现明显加速，但全年铜产量接近稳定，说明季度跃升同时受矿序切换、项目爬坡和前期低基数影响，持续增长依赖两大平台维持高负荷运行。

Evolution 旗下 Ernest Henry 在极端降雨扰动后于六月季度恢复满负荷生产，Northparkes 同步推进 E48 矿源投产、E22 地下矿接续和粗粒浮选改造。天气影响消退后，地下矿源衔接与回收率提升成为本土产量恢复的核心，澳洲铜企经营表现正从外部扰动修复转向项目执行。

图表7：2026Q2/H1 澳洲铜矿企业铜产量（万吨）

公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2025H1	2026H1	26H1 同比	26Q2 环比	26Q2 同比
Sandfire Resources	2.9	2.3	3.4	5.5	5.7	4.3%	49.7%	17.1%
Evolution Mining	1.9	1.1	1.9	3.9	3.0	-22.4%	72.7%	-1.0%
Aeris Resources	0.6	0.5	0.7	1.3	1.2	-9.9%	22.6%	4.8%
29Metals (Golden Grove)	0.6	0.6	0.5	1.0	1.1	16.0%	-26.0%	-14.5%
Greatland Resources (Telfer)	0.4	0.4	0.4	0.7	0.8	6.4%	-13.4%	-4.2%
合计	6.4	5.0	6.8	12.3	11.8	-4.5%	36.9%	6.5%

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

三、Q2 公开交流：多数铜企资本开支未上调，产量指引净下修

公布分季度铜产量的 49 家主流铜企中，共有 35 家 Q2 召开过公开电话会或公布相关交流材料，其中 6 家上调资本开支，占比约 17%；29 家未上调，其中 3 家下调、11 家维持，其余为进入新财年、沿用原计划或未给出可比新指引。6 家上调企业中，BHP 中期资本平台增加主要来自 Jansen 钾肥二期和汇率，Ero Copper 与 Centerra 的增支包含非铜项目，Freeport 的调整涉及 2027 年预算提高和 Bagdad 成本估算上修，Lundin 与 Hudbay 的增支集中于特定项目。直接用于新增铜产能的资金只占部分上调计划，未来新增铜供给的资本基础有限。

多数铜企在铜价上涨期间仍维持或下调资本开支。公司制定大型矿山投资计划时采用长期价格假设，并综合评估许可、水电、尾矿设施、社区协商、建设周期、设备与人工成本、融资成本及国别风险。Freeport 披露 Bagdad 最新资本估算较原方案提高约 30%；BHP 中期资本平台增加主要由钾肥项目和汇率推动；英美资源、Barrick 和 Atalaya 下调资本开支，原因涉及资产组合简化和支出时点调整。当前铜价水平未推动样本公司普遍上调资本开支，中长期新增铜供给仍集中在少数已决策项目。

图表8：2026Q2/H1 全球主流铜矿企业公开交流及资本开支指引梳理

公司	会议日期	资本开支指引	Capex 变化	项目资本开支
BHP (必和必拓)	2026-08-18	FY26 实际 Capex US\$10.3bn; FY27 约 US\$11bn、FY28 约 US\$11bn, FY29 - 31 年均约 US\$11bn; FY27 铜业务 Capex 约 US\$5.4bn。	上调	Escondida 新选厂前期承诺 US\$0.5bn, 拟 CY27 - 28 FID; Vicuña a Stage 1 最早 CY26 末 FID, CY26 研究支出约 US\$0.8bn (100%)。
Freeport-McMoRan (自由港)	2026-07-23	2026 集团 Capex US\$4.3bn (维持); 2027E Capex US\$4.8bn, 较 Q1 的 US\$4.5bn 上调 US\$0.3bn。	上调	Bagdad 扩建拟 2H26 作投资决定, 增量 200 - 250m lb/年; 最新资本估算较原 US\$3.5bn 高约 30%至约 US\$4.55bn, 仍属 FID 前。



公司	会议日期	资本开支指引	Capex 变化	项目资本开支
紫金矿业	2026-08-26	未新增集团年度 Capex 数值。	未给新全年指引	Kamoa、巨龙二期等核心项目仍是增量来源；未给新的逐项目年度 Capex 区间。
Southern Copper (南方铜业)	2026-07-22	2026 资本计划 US\$1.9605bn；Q2 实际 US\$423m、H1 实际 US\$865m。	维持/沿用	Tía María 总投资 US\$1.8bn、2H27 首产、120ktpa；El Pilar 2H29 首产、36ktpa；Los Chancas/Michiquillay 目标 2031/2032。
Rio Tinto (力拓)	2026-07-29	2026 集团资本投资最高 US\$11bn：增长最高 3.0、维持约 4.0、替代约 3-4、脱碳约 0.2；分项不可机械相加成官方区间。	维持	Oyu Tolgoi 继续爬坡；Kennecott Apex 可延寿至 2040 但尚待决策。
洛阳钼业 (CMOC)	2026-08-21	未披露 2026 集团年度 Capex 总额；H1 购建长期资产现金支出 RMB4.859bn 为实际值。	未给新全年指引	KFM 二期计划 2027 投产，预计新增约 100ktpa 铜；TFM 继续技改与扩产。
Glencore (嘉能可)	2026-08-05	H1 净资本开支 US\$4.0bn；本次未给新的 2026 全年集团 Capex 区间。	未给新全年指引	铜业务资本继续投向 Collahuasi、Antamina、Kazzinc 等维持及增长项目。
KGHM	2026-08-20	KGHM Polska Miedź H1 Capex PLN1.44bn；2026 母公司计划>PLN4.1bn；2026-30 集团 Capex 合计>PLN32bn，约 80%投向波兰。	新规划/无可比	Sierra Gorda 扩建总 Capex 约 US\$0.725bn (100%)，2026 年 7 月起实施，目标可支付金属量约+20%。
Anglo American (英美资源)	2026-07-30	2026 继续经营 Capex 约 US\$3.2bn (前值约 3.6)；简化后组合约 US\$3.0bn；2027 约 2.9、2028 约 2.6。	下调	Collahuasi 去瓶颈与 Quellaveco 优化为低资本增量；Los Bronces-Andina 联合矿山目标 2030，增量 2.7Mt/21 年且增量资本有限。
Antofagasta	2026-08-13	2026 Capex US\$3.4bn (不含 Zaldívar)，维持。	维持	Zaldívar 长期水项目约 US\$0.9bn (100%口径、未来两年、独立于集团 Capex)；Gentinel 第二选厂及 Los Pelambres 项目均以 2027 完成/调试为目标。
MMG (五矿资源)	2026-08-11	2026 Capex US\$1.6-1.7bn，维持；Las Bambas 0.80-0.85、Khoemacau 0.50-0.55 (其中扩建约 0.40)、其他约 0.30。	维持	H1 支出约 US\$0.55bn，Q3/Q4 进入支出高峰；Khoemacau 扩建至 130ktpa 按计划，1H28 首批精矿。
Ivanhoe Mines (艾芬豪)	2026-07-30	Kamoa-Kakula 2026 项目 Capex US\$1.1-1.4bn、2027 US\$0.75-0.95bn，均维持 (100%项目口径)。	维持	Platreef 2026 US\$0.35-0.38bn、2027 US\$0.38-0.42bn；Phase 2 目标 4Q27。
Teck Resources (泰克资源)	2026-07-23	2026 Capex 净额 C\$2.48-3.05bn (伙伴出资前 C\$2.78-3.40bn)，维持；铜业务合计 C\$2.42-2.93bn。	维持	HVC MLE 2026 Capex C\$0.9-1.2bn；若加速 Rock Bench 6 可能另增约 US\$0.1bn，尚未纳入正式指引。
Vale (淡水河谷)	2026-07-31	2026 集团 Capex US\$5.4-5.7bn，维持；Q2 实际 1.128、H1 实际 2.217。全年铜分项 Capex 未单独指引。	维持	Bacaba 投产提前至 3Q27、约 50ktpa；Salobo 粗粒浮选约+30ktpa 目标 2029，Alemão 约 80ktpa 目标 2030。
First Quantum Minerals (第一量子)	2026-07-29	Capex US\$1.075-1.25bn，Q2 维持；区间在 Q1 已因 Cobre Panama 库存处理上调。	维持	资本用于赞比亚运营与增长项目、Cobre Panama 库存处理及资产维护。
Lundin Mining (伦丁矿业)	2026-08-06	2026 总 Capex 由 US\$995m 上调 US\$35m 至约 US\$1.03bn。	上调	Chapada 球磨机相关扩张资本由 US\$50m 提高至 US\$85m，是主要上调来源。
Barrick Mining (巴里克)	2026-08-10	2026 归属 Capex 由 US\$4.0-4.45bn 下调至 US\$3.8-4.2bn。	下调	主要因 Reko Diq 支出节奏下降；Lumwana Super Pit 扩建仍按原计划推进。
Capstone Copper	2026-07-30	2026 总 Capex 约 US\$790m，维持。	维持	Mantoverde Optimized 项目 Capex 约



公司	会议日期	资本开支指引	Capex 变化	项目资本开支
				US\$176m 维持；重点转向扩建执行和爬坡。
Newmont (纽蒙特)	2026-07-23	2026 sustaining/development Capex US\$1.95/1.40bn, 均维持；合计 US\$3.35bn (不含资本化利息)，支出明显后置。	维持	Red Chris 正完成 DFS 及详细成本估算，公司推进 2026 年内 FID；项目仍须通过最终投资决定。
Hudbay Minerals	2026-07-30	BC 增长 Capex 增加约 US\$30m 至 US\$115m；2H26 另计划在 Cactus 投入约 US\$30m。FY27 总 Capex US\$299m, 同比 FY26 的	上调	追加支出用于 New Ingerbelle 基础设施和 Cactus 更新预可研及去风险工作。
Sandfire Resources	2026-08-26	US\$230m 增加约 30%；MATSA 149m、Motheo 98m、公司/项目 52m (其中 Kalkaroo 约 51m)。	新财年/同比增加	MATSA 和 Motheo 持续优化；Kalkaroo 推进研究。MATSA、Motheo 中期 CuEq 产量预计至 FY29 大体稳定。
Boliden	2026-07-21	2026 Capex SEK15.5bn, 维持；其中矿山维持资本约 SEK6.5bn。FY26 实际资本投入 A\$1.089bn；FY27 sustaining A\$265 - 325m、major mine development A\$440 - 500m、major project A\$570 - 650m, 披露分项合计 A\$1.275 - 1.475bn。	维持	矿山投资继续投向维护、扩建和运营改善。
Evolution Mining	2026-08-19	FY27 基本金属和锰业务 (含权益项目) Capex 约 US\$1.5bn, 铝资产另约 US\$0.3bn；Sierra Gorda 按 45%权益 FY27 Capex 约 US\$310m。	新财年	Northparkes E22、Ernest Henry Bert、Cowan E42 在 FY27 加速开发；Bert 目标 FY29 首产。
South32	2026-08-27	2026 Capex 区间整体上移约 US\$10m 至 US\$285 - 330m。	新财年	Sierra Gorda 第四条磨矿线扩建获批；公司示意扩建后产能较 FY26 约增 30%，但并非单年产量指引。
Ero Copper	2026-08-06	本次未明确重置集团全年 Capex 区间，主要更新实际支出和 San Gabriel 项目执行。	上调	主要增加 Xavantina 输电线相关支出；铜业务项目按计划推进。
Buenaventura (Direct Operations)	2026-07-31	2026 非维持性资本投入 €52 - 80m (前值 75 - 102)，因支出时点调整而下调；勘探及其他项目 €5 - 7m。	未明确	San Gabriel 建设与爬坡仍是主要资本投入方向；El Brocal 运营持续优化。
Atalaya Mining	2026-08-11	2026 非维持性资本投入 €52 - 80m (前值 75 - 102)，因支出时点调整而下调；勘探及其他项目 €5 - 7m。	下调	Q2 San Dionisio 投入 €8.9m、Cerro Colorado 剥采 €4.6m；本次未给 2027+逐年 Capex。
Nexa Resources	2026-08-06	2026 Capex 约 US\$381m, 维持。	维持	资本开支主要用于矿山维持、冶炼设施和项目推进。
Trekor Metals (原 Taseko)	2026-08-06	Q2 材料未给集团全年 Capex 区间；Florence 已进入爬坡，后续以运营资本/收尾支出为主。	未给新全年指引	Florence 设计产能 85m lbpa、矿寿 22 年；2026 为首个爬坡年度。
Amerigo Resources	2026-07-30	未给新的集团年度 Capex 区间；维持低维持资本模式。	未给新全年指引	资本投入以 MVC 尾矿处理设施维护和运营优化为主。
Aeris Resources	2026-08-27	FY27 维持性 Capex A\$81—98m、增长/项目 A\$170—210m、勘探 A\$29—35m；Tritton 增长 Capex 占主要部分。	新财年	Constellation 计划 FY27 第三季度末首批硫化矿送厂；FY27 增长资本主要用于 Constellation 基础设施和资本化剥采。
Centerra Gold (Mount Milligan)	2026-07-29	2026 总 Capex 由 US\$155 - 200m 上调至 US\$185 - 230m；PP&E additions 由 US\$175 - 220m 提高至 US\$205 - 250m。	上调	增量主要投向 Goldfield、Thompson Creek 等项目和资产投入。
29Metals	2026-08-27	未给集团全年 Capex 指引；报告披露资本承诺 A\$8.567m, 主要为 Gossan Valley,	未给新全年指引	Xantho Extended 恢复采矿、Gossan Valley 首批开发矿和 Oizon 首个采场均指



公司	会议日期	资本开支指引	Capex 变化	项目资本开支
		不能替代年度 Capex。		向 2026 年 12 月季度；Capricorn Copper 重启 DFS 预计 2026 年底完成。
		2026 集团 Capex 指引：sustaining		
Aura Minerals (Aranzazu)	2026-08-06	US\$105-123m、exploration US\$19-25m、expansion US\$262-314m；Q2/H1 材料列示 各项目实际投入。	维持/沿用 2026 指引	Aranzazu 以在产运营优化为主，集团增长资本更多集中在贵金属项目。
Central Asia Metals	2026-08-26	预计 2026 全年集团 Capex US\$14.5-17.5m；H1 additions US\$9.5m，其中 Kounrad US\$1.4m、Sasa US\$8.1m。	新披露全年 区间	Kounrad 以维持性投入为主，资本强度较低。

来源：各公司公告，各公司官网，上证路演中心，国金证券研究所；注：以上公司均召开过公开电话会或公布相关交流材料，其中紫金矿业、洛阳钼业为上证路演中心文字互动；资本开支指引、项目信息来源为结合公司公告、公司官网、电话会演示材料等信息来源总结所得，不全为电话会披露信息；部分数据为多信息来源结合估算所得

35 家公司中，20 家维持年度铜产量指引，Southern Copper 和 Vale 上调，Antofagasta 和 Ivanhoe 下调。按四家公司调整前后可比区间中值计算，上调合计约 4.5 万吨，净下修约 3.8 万吨。上调和下调公司均为 2 家，下调幅度高于上调幅度，全年铜产量指引呈净下修。

20 家公司维持年度铜产量指引。Atalaya 预计产量靠近区间低端，Teck 和 Lundin 披露停机、品位或矿序约束；Freeport 预计 Grasberg 至 2027 年底接近满产，Ivanhoe 的恢复计划涉及地下开发、电力、排水和冶炼系统协同。2027 年以后新增产量取决于项目 FID、地下工程、水资源与尾矿设施、调试及爬坡，现有项目管线的新增产量集中于少数已决策核心项目。

图表9：2026Q2/H1 全球主流铜矿企业公开交流铜产量指引及 Q&A 重点梳理

公司	铜产量指引	2027 年及以后产量及项目指引	产量变化	公开交流 Q&A 重点
BHP (必和必拓)	FY27 集团铜 1,650 - 1,800kt，维持 7 月指引；FY26 实际 1,952.8kt。	目标 FY27 - 35 归属 CuEq CAGR 3 - 4%，铜产量至 FY35 较 FY26 约 +40%；Escondida FY28 - 31 平均 900 - 1,000kt。	维持	中期 Capex 平台由此前 FY28 - 30 年均约 US\$10bn 抬升至 FY28 及 FY29 - 31 约 US\$11bn。Q&A 称三年 Capex 较旧计划增加约 US\$3bn，主要来自 Jansen Stage 2 及汇率，生产率改善部分抵消。
Freeport-McMoRan (自由港)	2026 铜销售 3.1bn lb (约 1,406kt)，维持；公司预计产量较销售量高约 100m lb，主要为 PTFI 库存时点。	铜销售 2027 年 3.8bn lb (约 1,724kt)、2028 年 4.1bn lb (约 1,860kt)；Grasberg 预计 2027 年底接近满产，长期项目多处于决策/许可前。	维持	2026 Capex 与销售量维持；2027E Capex 上调 US\$0.3bn；Bagdad 资本估算上修约 30%。2026 总体指引不变；浸出项目目标 2026 年底达到约 300m lb/年运行率。
紫金矿业	2026 矿产铜 120 万吨正式目标未调整，但 Kamo a 减量令完成压力上升；H1 矿产铜 53.4 万吨 (534,407 吨)。	2028 矿产铜 150—160 万吨中期规划维持。	维持	目标口径未变；单位成本受品位下降、燃料/药剂、运输距离、矿权费用及副产品会计影响。Q&A 重点：矿产铜单位成本抬升来自品位、油料药剂、运距、矿权费用和副产品核算。
Southern Copper (南方铜业)	2026 铜 917kt，较 Q1 正式 915.4kt 小幅上调 1.6kt。	电话会称 2027 大体与 2026 相当；5 月计划为 2027 年 910kt、2028 年 967.4kt、2029 年 1,056.4kt，长期项目推动 2033/34 超过 1.6Mt。	上调	铜产量小幅上调；全年 Capex 不是 Q2 新指引，而是沿用 5 月计划。Q&A 强调 Cuajone 品位影响已计入 917kt；T í a Mar í a 暂无延期预期，未来项目可能继续使用债务融资。
Rio Tinto (力拓)	2026 铜 800 - 870kt，维持；铜 C1 30 - 50c/lb	Oyu Tolgoi 目标 2028 - 36 平均 500ktpa；管理层目标集团 2030 铜	维持	H1 会中铜量、Capex 及 C1 均维持；若与年初比，C1 此前已在 7 月 15



公司	铜产量指引	2027 年及以后产量及项目指引	产量变化	公开交流 Q&A 重点
	在 H1 会相对 7 月 15 日运营报告亦维持。	约 1Mt。		日下调。Q&A 称 OT 近期指引不依赖 Entrée 许可；Kennecott 到 2030 有较大增量空间，但需提高运营和冶炼稳定性。
洛阳铜业 (CMOC)	2026 铜 760 - 820kt, H1 报告正式重申；H1 实际 387.961kt, Q2 推导 200.081kt。	管理层此前目标 2028 铜约 1,000kt；仍属管理层目标而非 2027/28 逐年正式区间。	维持	铜产量指引维持；本周新增 H1 精确产量与实际资本性现金支出，未新增集团 Capex 指引。量化口径以 H1 书面报告为准；说明会未检索到可公开核对的官方逐字稿。
Glencore (嘉能可)	2026 铜 810 - 870kt, 维持；Kidd 出售后按可比资产口径解释。	2028 年末铜年化约 1Mt、2035 年约 1.6Mt 目标维持。	维持	管理层强调铜增长管线仍在推进，近期兑现仍受品位、运营稳定性和资产组合调整影响。
KGHM	H1 集团可支付铜 351kt；未披露 2026 单年正式铜产量区间。	战略 KPI 维持 2026 - 30 年均可支付铜 730kt；Sierra Gorda 扩建和 Victoria 为中长期增量。	未给单年铜量	H1 实际与战略框架一致，未新增单年铜区间；补充 Sierra Gorda 项目预算与 H1 实际支出。公司继续强调资本集中于波兰核心资产；730kt 为五年平均，不是 2026 单年指引。
Anglo American (英美资源)	2026 铜 700 - 760kt, 维持；Chile 390 - 420、Peru 310 - 340kt。	2027 铜 750 - 810kt、2028 铜 790 - 850kt, 均维持；Collahuasi 185/210ktpd 项目分别从 2026/2027 未贡献约 10/15ktpa。	维持	2026 Capex 下调；2026 - 28 铜产量指引未变。Q&A 称 Los Bronces-Andina 许可通常约 3 年；Quellaveco 受水/SAG 约束；Collahuasi 海淡项目延误但短期产量有替代水源。
Antofagasta	2026 铜 625 - 655kt, 由 650 - 700kt 下调，主因 Los Pelambres 恶劣天气。	两大项目 2027 交付后合计预计推动集团铜产量约+30%；Zaldívar 2028 年中切换水源，支持潜在矿寿至 2051。	下调	产量下调；Capex 维持；毛现金成本上调，净现金成本不变。
MMG (五矿资源)	集团 493 - 528kt (Las Bambas 380 - 400；Kinsevere 65 - 75；Khoemacau 48 - 53)，维持；争取 Las Bambas 400kt。	Khoemacau 130ktpa 为在建正式目标；200ktpa 仍处研究，未给正式年份/Capex；博茨瓦纳冶炼厂仅可研。	维持	Capex 和产量指引均未变，执行上倾向产量区间上端。确认全年 Capex 不变。
Ivanhoe Mines (艾芬豪)	Kamoa-Kakula 2026 铜 290 - 310kt, 由 290 - 330kt 收窄并下调上限。	2027 铜 380 - 420kt 维持；自 2028 年起年化产量>500kt, 详细 2027 LOM 计划拟于 1Q27 未发布。	下调	2026 产量上限下调 20kt；2026/27 项目 Capex 和 2027 产量维持。Q&A 称 2027 增量依赖年中后开发效率再提升约 12%及高品位采场投产，相关增量约 40kt；排水限制是核心变量。
Teck Resources (泰克资源)	2026 铜 455 - 530kt, 维持。	正式指引：2027 铜 505 - 580kt、2028 铜 435 - 510kt；QB/HVC/Antamina/Carmen 分项均有区间。	维持	Capex、2026 - 28 铜量及成本指引均维持。Q&A 明确 Rock Bench 6 是将 2027 工作前置以去风险，不直接抬升 2027 - 28 吞吐量；H2 有 HVC 接驳停机和品位下降。
Vale (淡水河谷)	2026 铜 360 - 380kt, 由	长期目标 2035 约 700kt, 依赖多个	上调	集团 Capex 维持；铜产量下限上



公司	铜产量指引	2027 年及以后产量及项目指引	产量变化	公开交流 Q&A 重点
	350 - 380kt 收窄，下限上调 10kt。	项目、FID 及勘探。		调。Q&A 称 Bacaba 资本需求较此前显著下降、工期提前；Sossego 110 天检修将压低 H2 尤其 Q3，但已计入全年指引。
First Quantum Minerals (第一量子)	2026 铜 405 - 475kt，维持；其中 Cobre Panama 库存处理约 30 - 40kt。	未给 2027/28 集团正式铜量区间，后续取决于赞比亚项目和巴拿马资产安排。	维持	Q2 电话会确认年度产量和资本开支均不再调整；Cobre Panama 库存贡献属于阶段性。
Lundin Mining (伦丁矿业)	2026 铜 310 - 335kt，维持；Caserones 在区间下半部。	Vicuña 继续推进研究，未给 2027/28 集团铜产量硬区间。	维持	产量总区间不变，但资产层面出现 Caserones 偏低端信号；Capex 上调集中于 Chapada。
Barrick Mining (巴里克)	2026 铜 190 - 220kt，维持；Q2 56kt、H1 105kt。	正式指引：2027 年铜 195 - 225kt、2028 年 255 - 285kt；Lumwana 扩建首铜目标仍为 1Q28 末。	维持	资本开支下调是项目支出节奏调整，不代表铜扩建项目取消；全年铜产量和成本指引维持。
Capstone Copper	2026 铜 200 - 230kt，维持。	后续增量来自 Mantoverde 优化及 Santo Domingo 推进，未给 2027/28 集团硬区间。	维持	管理层维持全年量和资本计划，核心变量为 Mantoverde 爬坡和扩建执行。
Newmont (纽蒙特)	2026 归属铜 102kt (±5%)，维持；Cadia 地震影响 Q2，但全年未下调。	未给 2027/28 集团铜量指引；Cadia PC2-3 在 2027 - 32 高峰期预计年增 40 - 60kt 铜，为项目增量目标。	维持	官方书面材料显示 2026 sustaining/development Capex 及铜量指引维持，资本支出权重进一步向 H2 后移。未采用公司未发布的第三方逐字稿定量 Q&A。
Hudbay Minerals	2026 铜 110 - 138kt，维持。	Constancia 通过卵石破碎提高处理量；Copper World/Cactus 扩展长期增长管线，未给 2027/28 硬区间。	维持	铜产量未变，成本指引改善；资本支出增加集中于增长项目而非日常维持。
Sandfire Resources	FY27 铜 99—111kt；CuEq 150—166kt。	MATSA FY27 CuEq 89—99kt，至 FY29 大体不变；Motheo FY27 CuEq 61—67kt，至 FY29 相对稳定。	新财年	FY27 资本开支较 FY26 上升约 30%；首次给出 FY27 集团 CuEq 150—166kt 完整区间。
Boliden	未给集团铜吨数年度指引；主要矿山量价参数总体维持，Tara 磨矿量由 1.8Mt 下调至 1.6Mt。	未给 2027/28 集团铜量区间。	未给铜量；Tara 下调	铜矿相关参数总体稳定，但 Tara 处理量下调体现局部运营压力。
Evolution Mining	FY27 铜 63 - 70kt；Ernest Henry 40 - 43kt、Northparkes 23 - 27kt。	Bert 目标 FY29 首产；已核官方书面材料未给 FY28 集团铜量硬区间。	新财年	FY27 铜 63-70kt；FY27 资本投入分项为 sustaining A\$265-325m、major mine development A\$440-500m、major projects A\$570-650m。
South32	South32 权益口径 FY26 Sierra Gorda 应付铜 69.2kt。	FY27/FY28 应付铜均 79.0kt；CuEq 分别 91.8/94.0kt。	新财年	首次给出 FY27—28 权益铜量；FY27 Sierra Gorda 资本开支进入扩建与改善高峰。
Ero Copper	2026 铜 67.5 - 77.5kt，维持。	后续依赖 Tucumã 爬坡和 Caraíba 项目执行，未给 2027/28 集团硬区间。	维持	资本开支小幅上调，但铜产量区间未变；管理层继续强调 Tucumã 爬坡。
Buenaventura	未明确重置集团铜产量	中期关注 San Gabriel 及 El	未明确	电话会以项目进展、成本和实际经



公司	铜产量指引	2027 年及以后产量及项目指引	产量变化	公开交流 Q&A 重点
(Direct Operations)	区间，直接运营铜产量按矿山计划推进。	Brocal 改善。		营为主，没有形成可比的集团铜量或 Capex 新指引。
Atalaya Mining	2026 铜 50 - 54kt，区间维持但预计靠近低端；处理量 15.8 - 16.2Mt 上调，品位 0.36 - 0.39% 下调。	公司表述为现有资产组合通向年产 100kt 铜的路径，未绑定年份，不是 2027/28 正式年度指引。	维持但偏低端	非维持性 Capex 下调；产量区间维持但偏下沿；经营参数调整。
Nexa Resources	公司重申 2026 矿山/冶炼和 Capex 指引；矿山铜指引为 26-30kt。	官方 Outlook 列示矿山铜：2027 年 25-30kt、2028 年 23-27kt。	维持	管理层确认年度运营和资本计划不变，重点关注矿山执行和冶炼稳定性。
Trekor Metals (原 Taseko)	2026 Gibraltar 110 - 115m lb + Florence 30 - 35m lb，合计 140 - 150m lb (约 63.5 - 68.0kt)，维持。	未给 2027/28 集团正式铜量区间；Florence 稳态 85m lbpa 为项目设计产能，不是下一年度集团指引。	维持	2026 产量指引维持；未新增全年 Capex 区间。Q&A 称 Florence Q2 井场支出偏高、H2 预计略降但不提供精确预算；2027 硫酸价格和井场扩张节奏是核心变量。
Amerigo Resources	2026 铜 63.8m lb，维持。	未给 2027/28 正式铜量区间。	维持	管理层维持年度产量，重点讨论尾矿供给、回收率和现金回报。
Aeris Resources	FY27 铜 22—27kt；FY26 实际约 23kt。	公司未给 FY28 铜量区间；后续增量取决于 Constellation 爬坡。	新财年	新发布 FY27 铜量和高强度增长 Capex 区间。官方投资者中心/演示稿可核。
Centerra Gold (Mount Milligan)	Mount Milligan 铜 50 - 60m lb，维持。	未给 2027/28 铜量硬区间，后续关注 Mount Milligan 矿山计划和项目组合。	维持	集团资本开支上调，但 Mount Milligan 铜产量区间不变。
29Metals	2026H1 Golden Grove 铜 11.2kt；未新增全年正式铜量区间。	未给 2027/28 年度铜量指引；增量取决于上述矿体开发和 Capricorn 重启决策。	未给全年铜量	本次主要确认项目节点，未形成新的集团产量/Capex 区间。采用正式半年度报告。
Aura Minerals (Aranzazu)	集团维持金当量口径，Aranzazu 铜产量未单独重置。	未给 2027/28 Aranzazu 铜量硬区间。	未单列铜量	电话会采用集团 GEO 口径。
Central Asia Metals	2026 Kounrad 铜 12 - 13kt，维持。	未给 2027/28 铜量硬区间。	维持	管理层维持年度产量，重点讨论低成本运营、回收率和现金回报。

来源：各公司公告，各公司官网，上证路演中心，国金证券研究所；注：以上公司均召开过公开电话会或公布相关交流材料，其中紫金矿业、洛阳钼业为上证路演中心文字互动；铜产量、Q&A、项目信息来源为结合公司公告、公司官网、电话会演示材料等信息来源总结所得，不全为电话会披露信息；部分数据为多信息来源结合估算所得

风险提示

核心矿山复产超预期风险：Grasberg 等受扰矿山复产进度快于企业指引，将推动铜矿供应加速恢复，削弱供给收缩对铜价的支撑。

新增及扩建项目放量超预期风险：QB、TFM、KFM 等项目爬坡速度或产能释放幅度超预期，将增加全球铜矿供给并缓解原料紧张。

矿石品位及生产效率改善超预期风险：核心矿山入选品位、回收率和采选效率超预期提升，将带动铜产量增长并降低单位生产成本。

宏观需求不及预期风险：全球制造业、地产、电网及新能源领域需求弱于预期，将收窄铜市场供给缺口或加大库存累积压力，压制铜价中枢。

库存与金融市场波动风险：显性库存持续累积、美元走强或资金集中流出，将放大铜价下行压力，使铜价表现弱于供给基本面。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究