铜行业专题

全球铜矿资源属性与供需变化

优于大市

核心观点

近年来全球铜矿增量集中于中高风险地区。铜矿主要增产地区，从上世纪 90 年代的中低风险地区如南美洲智利、澳大利亚，越来越转向中等风险地区和高风险地区，如非洲、亚洲部分地区；传统的低风险地区，由于矿业政策趋严、审核周期延长、环境承载力限制等因素，铜矿增产的难度也在增加。

过去两年全球大型铜矿停产潮，是偶然也是必然。2024-2025 年这轮铜矿停产潮的特殊之处在于，停产规模比前几轮都要大，超过了百万吨级，并且都是超大型铜矿，这在历史上从未发生过。停产原因与前几轮都不同，前几轮都是铜价下跌倒逼减产，本轮减产是当地政府与矿企利益再分配和矿山地质灾害。必然性在于地质灾害发生的背景是铜资源越来越稀缺，矿企挑战高风险项目，导致生产扰动增加。今后这类生产扰动可能更加频繁。

从股东结构看铜矿股的成长性。回顾上一轮铜矿投资高峰至今，高成长矿企的特点是拥有一个强力的产业链股东或者实控人家族，对高风险项目承受能力更强、效率更高、成本控制能力更强；低成长矿企的特点是没有单一实控人，大股东由资管机构投资者组成，更看重风险和 ESG，要求企业平衡发展和股东回报。

铜矿产量预测。我们预计 2027 年全球铜矿产量（包含湿法）增加 69 万吨，2028 年增加 81 万吨，2029 年增加 13 万吨，2030 年增加 19 万吨。未来 5 年铜矿产量增量 42%来自亚洲，26%来自非洲，19%来自南美。按照项目类型来看，未来 5 年铜矿增量当中，55%来自棕地项目，24%来自绿地项目，21%来自停产后的复产如 Grasberg、Cobre Panama、Kamoa。

国内外铜矿估值差异。国内铜矿公司所得税率普遍低于国外铜企，折旧摊销占比也低于国外铜企，导致国内外铜企 EV/EBITDA 倍数相近，但是 PE 倍数差异较大。

风险提示：1、部分需求被替代风险；2、美联储货币政策变动风险；3、主要资源国矿业政策变动风险。

投资建议：全球铜矿开发风险持续抬升，增量项目有限且可控，行业供需格局良好，铜价有望长期维持高位。未来 5 年国内铜矿公司成长性普遍优于国外铜企，成本控制能力强，竞争优势将进一步强化。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
601899.SH	紫金矿业	优于大市	23.7	607,125	3.06	3.38	7.8	7.0
603993.SH	洛阳钼业	优于大市	11.7	239,020	1.44	1.50	8.1	7.8
600362.SH	江西铜业	优于大市	28.4	82,244	4.74	5.21	6.0	5.5
603979.SH	金诚信	优于大市	44.0	27,428	5.93	7.59	7.4	5.8
000630.SZ	铜陵有色	优于大市	4.3	57,661	0.52	0.83	8.3	5.2
601168.SH	西部矿业	优于大市	24.5	58,455	3.78	3.92	6.5	6.3
000878.SZ	云南铜业	优于大市	12.1	29,248	1.66	2.07	7.3	5.8
600711.SH	盛屯矿业	优于大市	7.2	22,376	1.19	1.53	6.1	4.7
1208.HK	五矿资源	优于大市	4.8	61,869	1.04	1.04	4.6	4.6
2099.HK	中国黄金国际	优于大市	117.6	46,837	16.30	17.10	7.2	6.9
1258.HK	中国有色矿业	优于大市	8.1	31,738	1.45	1.59	5.6	5.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

有色金属

优于大市·维持

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《黄金行业专题：金价已触底，静待宏观情绪转向》 ——2026-08-02
《钼行业专题-工业维生素的战略崛起》 ——2026-07-29
《电解铝行业格局》 ——2026-07-01
《锡行业专题：供给扰动不断，AI 需求成为核心新兴力量》 ——2026-06-30
《金属行业 2026 年中期投资策略：供给约束+需求韧性，静待估值重塑》 ——2026-06-12

内容目录

高利润为何没有刺激高产出 **4**
1、铜矿开发风险提高 4
2、长期维持高铜价才能产生激励 7
3、大型铜矿集中停产，是偶然也是必然 7
从铜矿股的股东结构看成长性 **8**
股东结构影响公司扩张意愿 9
未来 5 年全球铜矿扩张特点 10
国内外铜矿股的估值 **12**
所得税率差异 13
折旧摊销 13
风险提示 **15**

图表目录

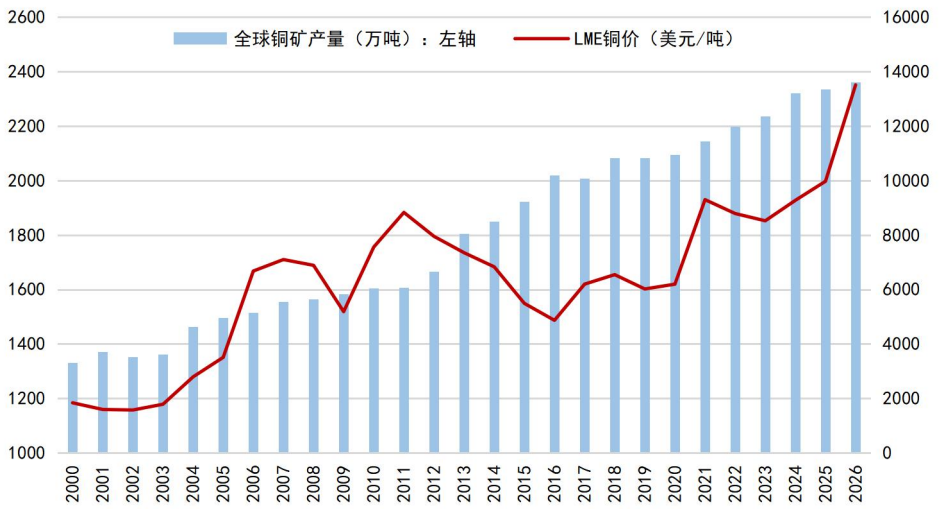
图1： 铜价与铜矿产量 4
图2： 铜矿勘探预算与铜价 4
图3： 铜矿资本开支与铜价 4
图4： 铜矿新增产能地区风险度提高 5
图5： 全球每年新投产铜矿数量 6
图6： 主要铜矿公司年产量（万吨） 8
图7： 主要铜上市公司 2026 年估值（11 月 18 日更新） 12
图8： 2025 年不同矿企的折旧摊销/EBITDA 比值 13

表1： 不同国家的政策感知指数 5
表2： 20 世纪 90 年代投产的部分智利铜矿 6
表3： 两笔铜矿收购案例对比 7
表4： 矿企协同降低开发风险 7
表5： 2024-2025 全球集中停产的几座大型铜矿 8
表6： 低增速铜企的股权结构 9
表7： 高增速铜企的股权结构 10
表8： 铜矿公司的分红比例 10
表9： 2025-2030 年全球新建扩建铜矿项目（2026 年 11 月更新） 11
表10： 几家机构铜矿产量预测（万吨） 12
表11： 部分铜矿企业所得税率 13

高利润为何没有刺激高产出

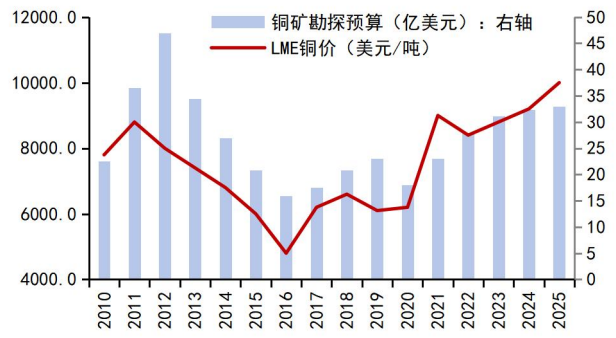
近几年铜行业讨论较多的现象是高铜价没有带来高产量，甚至没有带来铜矿勘探开支或矿企总体资本开支的显著增长。与上一轮铜价景气周期（2006-2011 年）不同，当时高铜价带来铜矿资本开支以及产量显著提升。自 2020 年以来的这一波铜价上行周期，铜价不断创历史新高，资本开支和产量增幅却显著弱于上一周期。我们从以下几个方面分析。

图1：铜价与铜矿产量



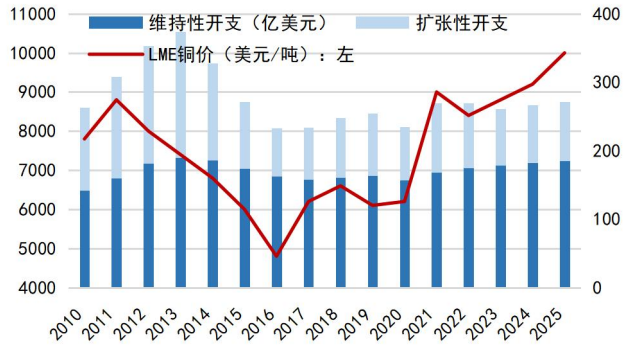
资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

图2：铜矿勘探预算与铜价



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

图3：铜矿资本开支与铜价



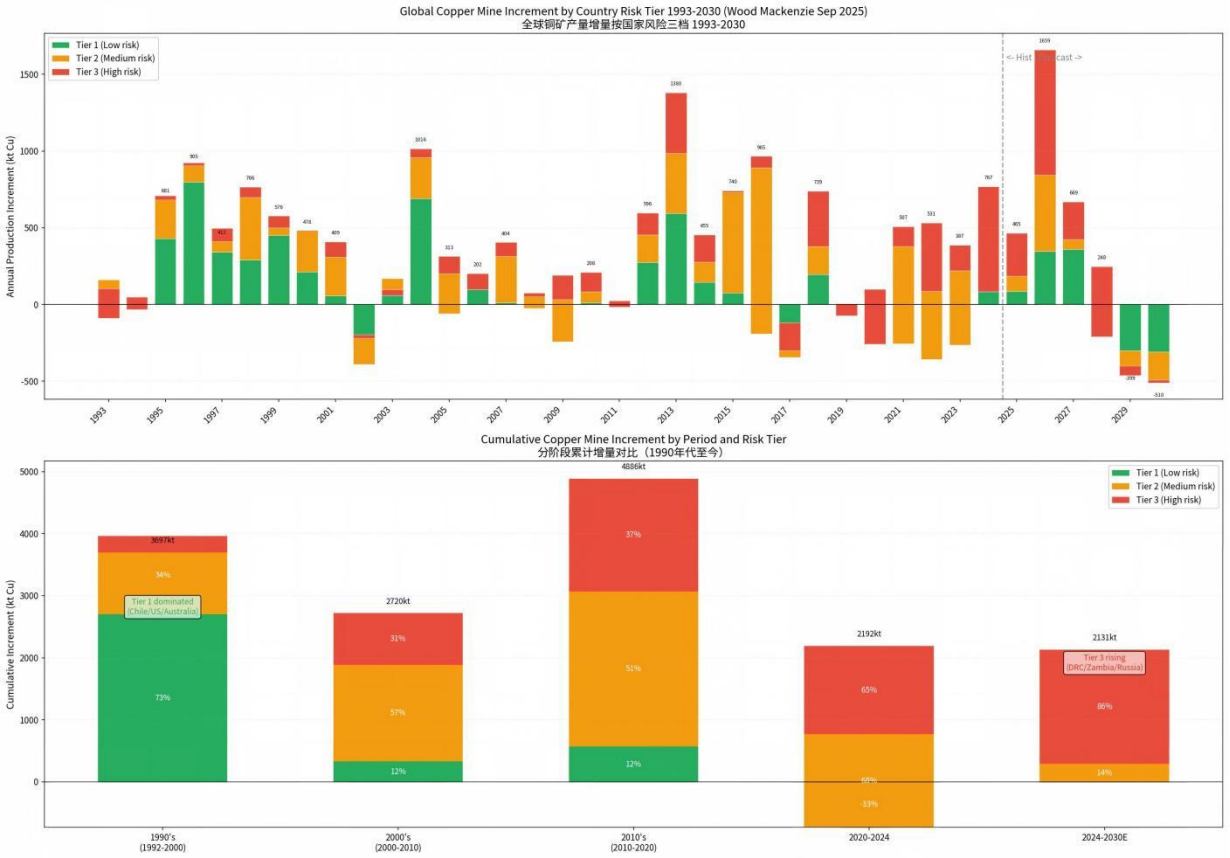
资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

1、铜矿开发风险提高

一是铜矿新增产能越来越集中于中高风险地区。为表征过去 30 多年铜矿增产地区的风险，我们参考世界银行每年发布的《营商环境成熟度报告》，我们把这些国家分为低风险、中等风险和高风险三类，作图如下所示，横坐标每 5 年或者每 10 年汇总。可以得出几个结论：

①铜矿主要增产地区，从上世纪 90 年代的中低风险地区如南美洲智利、澳大利亚，越来越转向中等风险地区和高风险地区，如非洲、亚洲部分地区；
②2020-2025 年铜矿减量，主要来自中高风险地区（第一量子-巴拿马铜矿、自由港-印尼 Grasberg 铜矿、艾芬豪-刚果金卡莫阿铜矿）；
③未来 5 年，预期减量来自低风险地区，主要是南美洲老矿山产量下滑。

图4：铜矿新增产能地区风险度提高



资料来源：世界银行、Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

加拿大弗雷泽研究所的报告更直观，该研究所每年向全球矿业高管发布调查问卷，其中有一个政策感知指数 PPI（Policy Perception Index）来度量某个国家的矿业投资环境。我们统计了 2010-2025 年全球铜矿增量前十的国家，及其对应的政策感知指数，如下表所示，发现增量靠前的国家，大部分的 PPI 全球排名靠后，印证了前文，近年来铜矿增量集中在中高风险国家的情况。

表1：不同国家的政策感知指数

排名	国家	2010-2025 铜矿产量增量（kt）	PPI 全球排名
1	刚果（金）	3,215.8	63/68
2	秘鲁	1,503.6	42/68
3	中国	796.8	-
4	俄罗斯	516.3	-
5	墨西哥	461.2	53/68
6	哈萨克斯坦	356.6	45/68
7	蒙古	349.9	56/68
8	塞尔维亚	274.6	-
9	巴西	223.2	29/68

10	赞比亚	187.9	30/68

资料来源：弗雷泽研究所、国信证券经济研究所整理

二是传统低风险地区发生了变化。国外头部铜企也曾有过高速增长期，那是基于资源禀赋和特定社会环境。最明显的是在上世纪 90 年代的智利，原因是智利矿业投资政策的宽松以及规范化。智利铜资源量占全球达 40%，在上世纪七八十年代军政府执政期间，经济方面实施了一系列积极的改革措施，在铜矿开发领域，于 1974 年颁布 DL-600 外资投资框架，放开铜矿新矿床外资准入；1980 年颁布的矿业法，明确矿产探矿、采矿特许权受宪法保护，外资与本国资本同权，特许权可以自由转让、抵押、融资，消除了跨国矿企的顾虑；1990 年智利军政府时期结束后，相关矿业法律和政策得以延续，带来了上世纪 90 年代智利铜矿投产高峰：1990-2005 年，全球铜矿产量增长 556 万吨，其中智利一国就增加了 366 万吨。2025 年全球前 30 大铜矿，其中 9 座是在这一时期智利投产的，包括现在全球最大铜矿、也是 BHP 的主力矿山 Escondida，英美资源和嘉能可的主力矿山 Collahuasi 等。

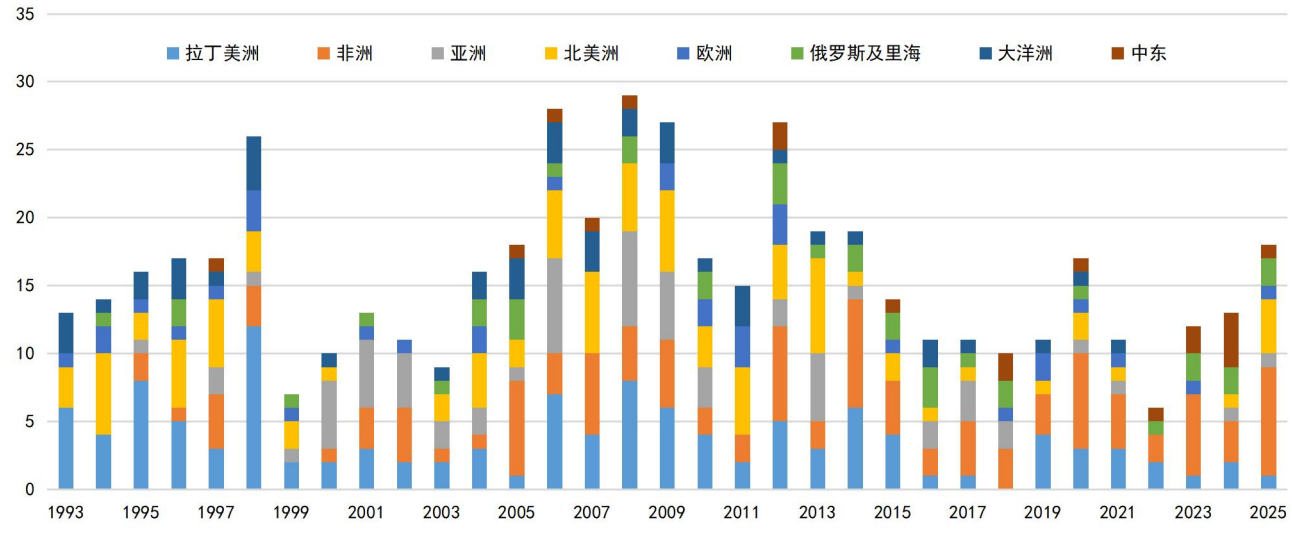
表2：20 世纪 90 年代投产的部分智利铜矿

矿山名称	原始投产年份	2025 矿产铜（kt）
Escondida	1990	1348
Collahuasi	1999	404
Radomiro Tomic	1997	278
Quebrada Blanca	1994	241
Spence	1997	232
Los Pelambres	1999	295

资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

然而本世纪以来，随着智利容易勘探的、浅部大型绿地项目普遍被开发，叠加智利政府 2005 年后引入矿业特许权税，后续多次提高税率，以及矿企与原住民对于水资源争夺加剧等因素，智利铜矿产量增速放缓，直到现在智利铜年产量与 2005 年相比几乎没有增长。

图5：全球每年新投产铜矿数量



资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

这种背景下，低风险项目具有很高的溢价。这在矿业收并购市场已经充分体现，

例如，同样在 2025 年四季度 2 个收购案例，西部矿业收购安徽茶亭铜矿，江西铜业收购厄瓜多尔的卡斯卡贝尔铜金矿，两座铜矿资源量相差悬殊，但是成交价接近，这就是低风险、确定性带来的溢价。

表3：两笔铜矿收购案例对比

项目	茶亭铜多金属矿（安徽）	索尔黄金（厄瓜多尔）
控制方	西部矿业（玉龙铜业 58%权益）	江西铜业（100%控股 SolGold）
矿床类型	隐伏斑岩铜金矿	斑岩型铜金矿（Alpala 主矿体+TAM 小矿体）
地理位置	安徽宣城，长三角腹地	厄瓜多尔北部，南美洲
铜资源 / 储量	铜金属 239 万吨	资源量（M+I+I）铜 1400 万吨
伴生黄金	伴生金 313 吨，平均 0.39g/t	黄金资源量 864.6 吨
白银	伴生银 1430 吨	银资源量 2892 吨
开采方式	规划地下开采	规划地下分段崩落开采
铜产量	估算 6 万吨铜/年	预计 20 万吨/年以上
伴生黄金	估算 8 吨/年	预计 20 吨/年以上
获取资产成本	探矿权价款：86.09 亿元人民币	SolGold 整体股权估值 80-82 亿人民币
当前进度	完成详查、储量备案，待探转采、环评，尚未开工	可研
目标投产时间	十五五期间投产	2028-2030 年投产

资料来源：各公司公告、彭博、国信证券经济研究所整理

并且矿企开始“抱团”降低项目开发风险。最显著的几个例子如下所示，不同矿企临近的铜矿增加区域协同，取长补短，实现低风险扩张。Collahuasi 和 QB2 两座大型铜矿的区域协同直接促成了英美资源和泰克的合并。

表4：矿企协同降低开发风险

	矿山	所属大区	股权结构	2025 矿产铜（kt）	协同效果
Andina & Los Bronces	Andina	智利中部	Codelco 100%	226	Andia 深部资源丰富但选矿能力有限，新建选矿厂开支高；Los Bronces 选矿能力富余。合作后统筹开采边界夹层资源，共建水、电、尾矿设施。不大幅增加资本开支前提下，年均增产 12 万吨铜。
	Los Bronces	智利中部	英美资源 50.1%	165	
Collahuasi & QB2	Collahuasi	智利北部塔拉帕卡	英美资源 44%、嘉能可 44%、日本 JCR12%	406	Collahuasi 资源量大但是缺水，新建海水淡化风险高、投资大，利用 QB2 的海水淡化能力、矿浆管线和码头实现协同；合作开发边界资源。有望 2030 年开始每年新增 17.5 万吨铜，吨铜资本开支仅为 1.1 万美元。
	QB2	智利北部塔拉帕卡	Teck 60%	241	

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

2、长期维持高铜价才能产生激励

矿企做项目的可研报告时，对商品价格的假设往往持审慎态度，并不会按照商品牛市时的高价格作为依据。一项研究统计了 2004-2026 年间，全球 500 多份矿企可研报告里面关于铜价的假设，并对比当时的 LME 铜价，发现在铜价上涨周期，可研报告价格相比当时铜价的折价较大，在铜价下跌周期折价较小。近几年铜价大幅上涨，最高涨至截至 15000 美元/吨，但近几年鲜有矿企可研报告按照 10000 美元/吨以上来做假设，只有到了 2026 年，才有 2 家矿企的可研报告按照 10100-10500 美元/吨左右的铜价来做可研。所以只有铜价长期维持在高位，矿企才会逐渐按照高价格对新建或者扩建项目进行盈利测算，项目的可行性才会提高。

3、大型铜矿集中停产，是偶然也是必然

自 2023 年 11 月巴拿马铜矿停产以来，2025 年 5 月、7 月、9 月，卡莫阿铜矿、El Teniente 铜矿、Grasberg 铜矿接连停产，构成了历史上最密集的铜矿停产潮之一。本世纪以来，有 4 轮比较显著的铜矿停产潮，其中 2001 年、2008 年和 2015 年停产是因为铜价跌破成本线引发的，2020 年集中停产是疫情引发的。2024-2025

年这轮停产潮的特殊之处在于，停产规模比前几轮都要大，超过了百万吨级，并且都是超大型铜矿，这在历史上从未发生过。停产原因与前几轮都不同，Panama 铜矿停产的深层次原因是当地政府对于利益分配有诉求，恰逢总统大选使事件复杂化，最终造成停产。其他三座铜矿停产原因是矿山地质灾害。这样来看，本轮停产潮具备偶然性。

但也存在必然性。首先是巴拿马铜矿关停的一个重要原因是资源国没有充分分享收益。全球范围来看，要么像刚果金政府那样，直接参股矿业项目分享收益；要么政府不参股项目，但是收取高额税费，如厄瓜多尔的米拉多铜矿，约定政府收益占比不低于 52%。巴拿马铜矿股权结构中，第一量子占比 90%，政府没有持股；其次税率也不高，延续 1997 年制定的 2%特许权使用费，并享有大额的税费减免。比起其他铜矿项目，巴拿马铜矿的政府受益有限，强化了民众的反矿情绪，恰逢总统大选，最终导致项目关停。

其他三座铜矿虽然是生产事故，带有偶然性，但是大的背景是铜资源越来越稀缺，矿企挑战高风险项目，导致运营风险增加，增加了全球铜矿的干扰率。Grasberg 铜矿是地表资源贫化后转地下开采，而地下开采的风险显著增加，近 10 年露转坑的大型铜矿还有智利的 Chuquicamata，曾是全球最大铜矿。El Teniente 是开采近百年的地下老矿山，长期开采不断改变地下应力，最终引发地质灾害。Kamoa-Kakula 是典型的中非铜钴矿带上的富水矿，地下涌水量大，开发运营难度大。

表5：2024-2025 全球集中停产的几座大型铜矿

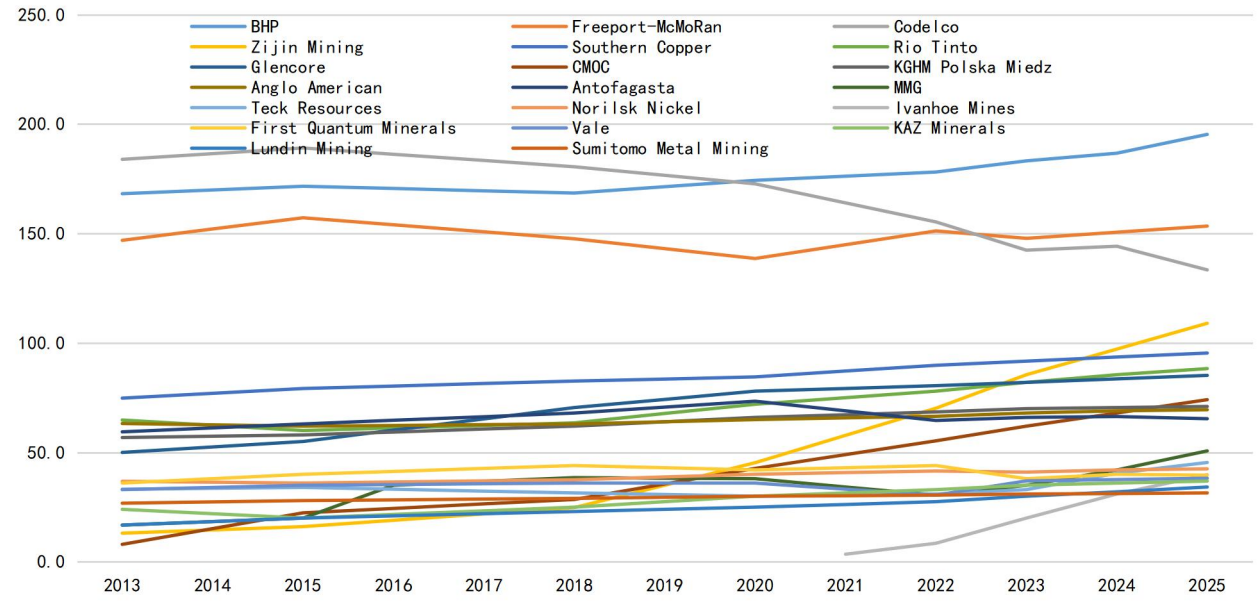
矿山	停产前一年铜产量	停产时间	停产原因	对产量的影响
Cobre Panama	33.1 万吨(2023 年)	2023 年 11 月	巴拿马最高法院裁定续签的采矿合同违宪；利益分配分歧	2024、2025、2026 年产量几乎为零。该矿满产年产能约 30-35 万吨，停产前年化产能 45 万吨，占全球铜供应约 2%。
Kamoa-Kakula	43.7 万吨(2024 年)	2025 年 5 月	发生多次矿震，引发地下洪水，淹没主要采区	2025、2026 年产量分别是 39 万吨、30 万吨，2027 年指引下调到 33 万吨。原计划逐步扩到 50 万吨以上。
El Teniente	35.6 万吨(2024 年)	2025 年 7 月	深部采区发生岩爆，造成 6 名工人遇难，多个区域被迫停产。	造成 2025 年产量损失 4.8 万吨。Codelco 重新审视地质风险，暂停 Andes Norte 这个资源接替项目（12 万吨/年）。
Grasberg	81.7 万吨(2024 年)	2025 年 9 月	发生泥石流事故，整个区块矿坑立即停产	2025 年和 2026 年产量骤降至 45 万吨，完全恢复要等 2028 年以后；也使自由港暂缓了其他项目的推进。

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

从铜矿股的股东结构看成长性

统计主要铜矿公司从上一轮资本开支高峰到现在，铜矿年产量变化，如下图所示。可以发现不少头部公司，产量增速并不大，如必和必拓、自由港、智利国家铜业、英美资源、安托法加斯塔等。也有快速增长的公司，如紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源、伦丁矿业、铜陵有色等。结合前文铜矿开发风险提高的讨论，我们从公司股权结构出发，分析股东和管理层的风险偏好，对铜产量扩张的影响。

图6：主要铜矿公司年产量（万吨）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

股东结构影响公司扩张意愿

如下表所示，产量增速低的公司，往往没有单一实际控制人，前几大股东是资管机构，单个机构持股比例都不高。从矿企发展历史来看，资管机构投资者往往更关注风险、ESG，平衡资本开支和分红，矿企扩张速度自然放缓，尤其当下新增项目更多存在于中高风险地区，并且这类公司往往体量很大，是行业头部，如必和必拓、自由港等。力拓虽然第一大股东是中铝集团，但中铝集团在力拓没有董事席位，不参与日常经营。

表6：低增速铜企的股权结构

公司	大股东	持股比例
	HSBC Custody Nominees (Australia) Limited	29.66%
	J P Morgan Nominees Australia Pty Limited	17.29%
必和必拓	Citicorp Nominees Pty Ltd	8.41%
	State Street Global Advisors, Inc.	7.12%
	BlackRock, Inc.	6.95%
	Vanguard Group Inc	9.07%
	BlackRock Inc.	7.54%
自由港	Fisher Asset Management, LLC	4.53%
	State Street Corporation	4.37%
	Franklin Resources, Inc.	2.60%
	Public Investment Corporation SOC Ltd.	5.99%
	BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	4.70%
英美资源	Capital International Ltd.	3.77%
	Tarl Investment Holdings Ltd	3.53%
	Vanguard Capital Management LLC	3.47%
	中铝集团	10.30%
力拓	BlackRock, Inc.	9.80%
	State Street Corporation	6.40%
	Vanguard Group Inc	5.00%
	波兰国资	31.80%
波兰铜业	Nationale-Nederlanden OFE	5.60%
	Allianz Polska OFE	5.30%

安托法加斯塔	Luksic 家族	约 65%
智利国家铜业	智利国资	100%

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

如下表所示，产量增速快的铜矿公司，普遍特点是拥有一个强力的产业链股东或者实控人家族，具有较强的发展意愿，能够接受高风险项目，并且快速决策。第一量子是个例外，虽然第一大股东是江西铜业，但江西铜业不参与公司日常经营。它是一家管理层控制的公司，也是国外最进取的铜矿公司之一。

表7：高增速铜企的股权结构

公司	大股东	持股比例
泰克资源	Temagami Mining Company（Keevil 家族 51%＋住友金属 49%）	34.6%
紫金矿业	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	22.9%
洛阳钼业	鸿商产业控股集团有限公司	24.9%
五矿资源	中国五矿香港控股有限公司	67.4%
伦丁矿业	Lundin 家族控股平台	20.2%
铜陵有色	铜陵有色金属集团控股有限公司	45.6%
南方铜业	墨西哥集团	88.9%
	江西铜业	18.47%
第一量子	Capital Research and Management	13.31%
	Fidelity	9.33%

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

我们统计这些公司的分红政策，如下表所示，缺少产业大股东、机构投资者主导的矿业公司如必和必拓、力拓、英美资源等大型矿业公司，往往具有良好的股东回报，这类公司产量增速也相对缓慢；高速成长的铜矿公司，如第一量子、泰克资源，包括中资在内，由于产能扩张带来的大额资本开支计划，分红比例会低于前述公司。

表8：铜矿公司的分红比例

公司	分红比例
必和必拓	最近 5 年始终高于 50%
自由港	20%-40%
英美资源	明确不低于 40%
力拓	明确按照 underlying earnings 的 40%-60%分红，最近 10 年一直在 60%及以上
安托法加斯塔	明确按照 underly earnings 的 50%分红
泰克资源	正常在 20%-30%
紫金矿业	30%左右
洛阳钼业	30%-40%
五矿资源	暂无分红
铜陵有色	最近 3 年 38%-55%
第一量子	普遍低于 20%，2024 年以后停止分红

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

未来 5 年全球铜矿扩张特点

我们统计了未来 5 年全球铜矿主要复产、扩产和新增项目，如下表所示。从地区分布来看，44 个项目当中有 30 个来自亚洲和非洲，从 2025-2030 年增量来看，42%增量来自亚洲，26%增量来自非洲，南美则占比 19%。从公司类别来看，中国公司贡献的增量占比接近 60%，当然我们统计的中国公司相较国外公司更详尽，可能有误差，但不会偏离太大。按照绿地或者棕地类型来看，未来 5 年铜矿增量当中，55%来自棕地项目，24%来自绿地项目，21%来自停产后的复产，如 Grasberg、Cobre Panama、Kamoa。结合上文的股权结构讨论，未来 5 年铜矿增量仍主要来自

中资，以及拥有强力的产业链股东或创始人家族的外资，这类矿企发展意愿强，具备较高的风险承受能力、较高的效率以及较强的成本控制能力。

表9：2025-2030 年全球新建扩建铜矿项目（2026 年 11 月更新）

矿山	所在地	公司	矿山铜产量（万吨）						
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	16.6	19.4	31.3	35	35	40	60
波尔铜矿	塞尔维亚	紫金矿业	12.7	12.3	12.3	12.3	12.3	15	15
佩吉铜金矿	塞尔维亚	紫金矿业	17	17	17	19	25	30	30
多宝山铜矿	中国	紫金矿业	11.5	11.2	11	11	15	17	17
朱诺铜矿	中国	紫金矿业	0	0	0	4	7.5	7.5	7.5
雄村铜矿	中国	紫金矿业	0	0	0	1	4	5	5
Kamoa-Kakula	刚果金	紫金矿业&艾芬豪	43.7	38.9	30	32.5	40	45	50
TFM	刚果金	洛阳钼业	45	53	58	58	68	78	78
KFM	刚果金	洛阳钼业	20	21	23	28	33	33	33
中国有色矿业	刚果金/赞比亚	中国有色矿业	15.9	14.3	16.5	17.9	19.5	25.5	31.6
玉龙铜矿	中国	西部矿业	15.9	15.2	15.5	19	20.5	23	27
茶亭铜矿	中国	西部矿业	0	0	0	0	0	0	0
米拉多铜矿二期	厄瓜多尔	铜陵有色	0	0	0	7	14	14	14
桑潘铜矿	厄瓜多尔	铜陵有色	0	0	0	0	0	0	0
TAM	厄瓜多尔	江西铜业	0	0	0	0	2	5	5
Alpala	厄瓜多尔	江西铜业	0	0	0	0	0	0	5
甲玛铜矿	中国	中国黄金国际	4.8	7.1	7.1	7.1	10.5	10.5	10.5
红泥坡铜矿	中国	云南铜业	0	0	0	2	2.7	2.7	2.7
金龙铜矿	中国	中国铜业	0	0	0	0	0	10	20
多龙铜矿	中国	宏达股份	0	0	0	0	0	0	10
Grasberg	印尼	自由港	81.6	45.4	45.4	63	78	78	78
Kansanshi	赞比亚	第一量子	17.1	18.1	18	22	25	25	25
Cobre Panama	巴拿马	第一量子	0	0	0	15	40	45	45
Lubambe	赞比亚	金诚信	1.4	2.2	2.5	3	3.5	3.5	3.5
Lonshi	刚果金	金诚信	2.7	5	5.5	5.5	5.5	7.5	10
San Matias	哥伦比亚	金诚信	0	0	0	0	2	4	4
锡亚迪克	巴基斯坦	中国五矿	0	0	0	0	0	2	8
艾娜克	阿富汗	中国五矿	0	0	0	0	0	0	0
加莱诺铜矿	秘鲁	中国五矿	0	0	0	0	0	0	5
Kinsevere	刚果金	五矿资源	4.5	5.3	7	8	8	8	8
Khoemacau	博茨瓦纳	五矿资源	3.1	4.2	4.5	6	9	13	13
Reko Diq	巴基斯坦	巴里克黄金	0	0	0	0	0	0	10
Lumwana	赞比亚	巴里克黄金	12.3	15.1	15	15	20	24	24
QB2	智利	泰克资源	20.8	19	21.5	26	24	26	26
Collahuasi	智利	英美资源&嘉能可	55.9	40.6	40	55	60	60	60
Kamoto	刚果金	嘉能可	21.7	21.4	25	27.3	30	30	30
Centinela	智利	安托法加斯塔	22.4	24	21.5	28	38	38	38
Tia Maria	秘鲁	南方铜业	0	0	0	3	10	12	12
El Pilar	墨西哥	南方铜业	0	0	0	0	0	1	3
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	21.5	34.5	42	45	50	50	50
Kitumba	赞比亚	中矿资源	0	0	0	3	5	5	5
Palabora Copper	南非	河钢资源			1.5	3.5	6	6	6
莱比塘湿法	缅甸	万宝矿业			5	6	8	10	12
Aidarly	哈萨克斯坦					2	6	8	9
总计（万吨）			468.1	444.2	476.1	590.1	737	817.2	905.8
考虑干扰后的年度增量						69	81	13	19

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

从每个年度增量来看，我们假设统计的项目干扰率是 2.5%，以此得出 2027 年全球铜矿产量（包含湿法）增加 69 万吨，2028 年增加 81 万吨，2029 年增加 13 万吨，2030 年增加 19 万吨。我们测算的数字大概率是偏高的，因为把一些悬而未定的项目也计入增量了，举例如米拉多铜矿二期、Panama 铜矿复产等。我们对比

其他机构的预测数据，如下表所示，对于 2027 年铜矿产量增速，重心在 70 万吨左右，2028 年在 90 万吨左右。

可见由于铜矿开采风险增加，拥有优质资源储备的国外大型矿企，对于开发绿地项目的意愿不强。中资矿企虽然发展意愿强，但是资源项目储备不足，长期发展需要新增项目支撑。所以近年来铜价重心持续大幅上移，但是铜矿产量没有显著增加。

表10：几家机构铜矿产量预测（万吨）

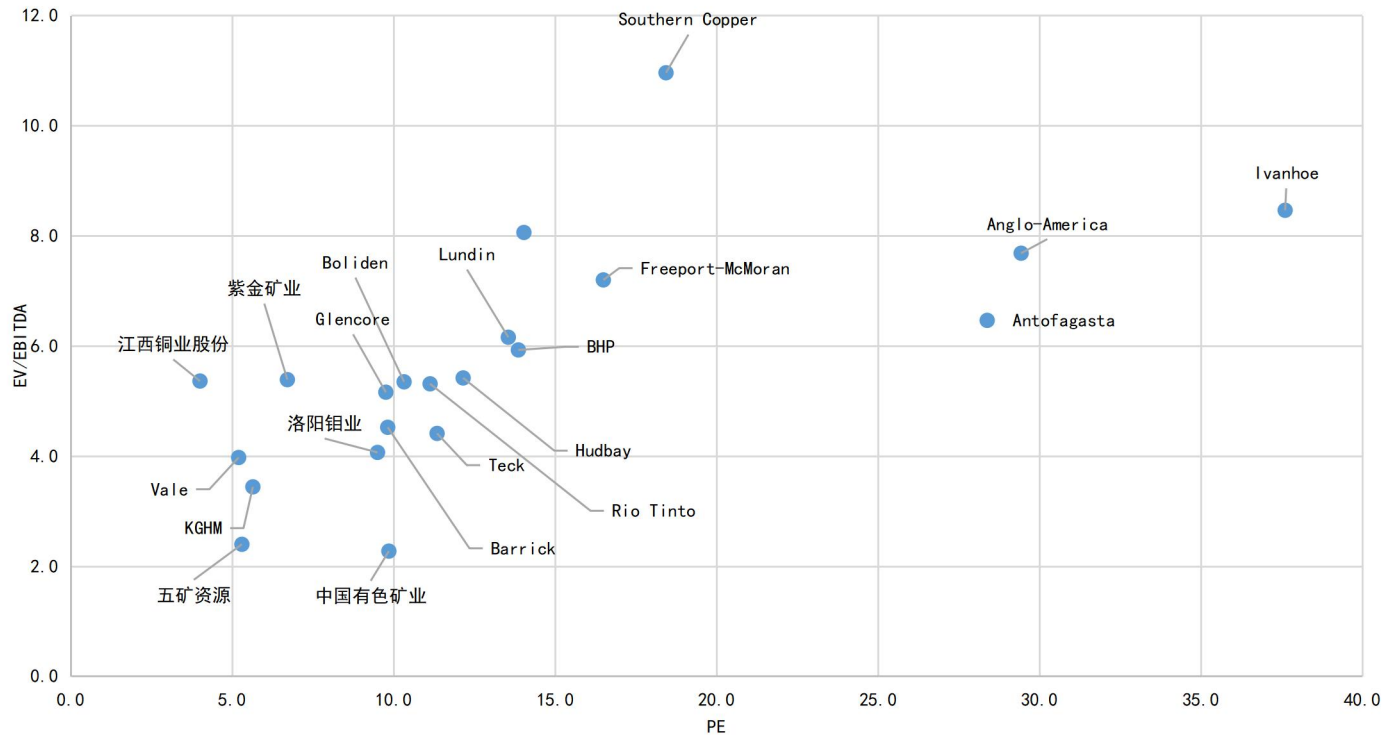
	机构 A		机构 B		机构 C		机构 D	
	铜矿产量	增量	铜矿产量	增量	铜矿产量	增量	铜矿产量	增量
2024	2322		2320		2321		2310	
2025	2356	34	2335	15	2354	33	2340	30
2026	2371	14	2348	13	2370	16	2330	-10
2027	2443	72	2480	132	2428	58	2360	30
2028	2530	87	2619	139	2494	66	2430	70
2029	2599	68	2697	79			2520	90
2030	2640	42	2717	20			2570	50

资料来源：CRU、Wood Mackenzie、彭博、国信证券经济研究所整理

国内外铜矿股的估值

我们统计国内外主要铜矿上市公司估值，如下图所示。

图7：主要铜上市公司 2026 年估值（11 月 18 日更新）



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

上图当中横轴是 PE 倍数，纵轴是 EV/EBITDA 倍数，这两种估值方式在矿业公司当

中都比较常用。中资矿业股用汉字标注，外资矿业股用英文标注。市场当中经常讨论国内铜矿股 PE 估值远低于国外，如经常拿国内龙头矿企紫金矿业与国外铜矿股标杆南方铜业作对比。

我们认为造成这种差异的原因是国内外矿业股的估值习惯不同。观察上图可以发现，中资铜矿股在图中的位置呈现“横轴集中、纵轴分散”的特点，即 PE 估值集中在 5-10 倍，EV/EBITDA 估值集中在 2-6 倍；而外资铜矿股在图中的位置呈现“横轴分散、纵轴集中”的特点，即 PE 估值分散在 5-30 倍，EV/EBITDA 集中在 4-8 倍。说明国内对矿企估值习惯用 PE 倍数，国外更喜欢用 EV/EBITDA 倍数。国内外矿企 EV/EBITDA 倍数差异并不大，但是 PE 倍数差异较大。有如下几个原因：

所得税率差异

国外铜企所得税率普遍在 35%-40%或者更高，国内部分铜企拥有高新技术企业、西部大开发优惠税率，西藏地区矿企如果符合一定标准，所得税率可以降至 9%。随着中资进入国外开发铜矿项目，其所得税率有抬升趋势，如铜陵有色米拉多铜矿并表以来，所得税率明显提高。

表11：部分铜矿企业所得税率

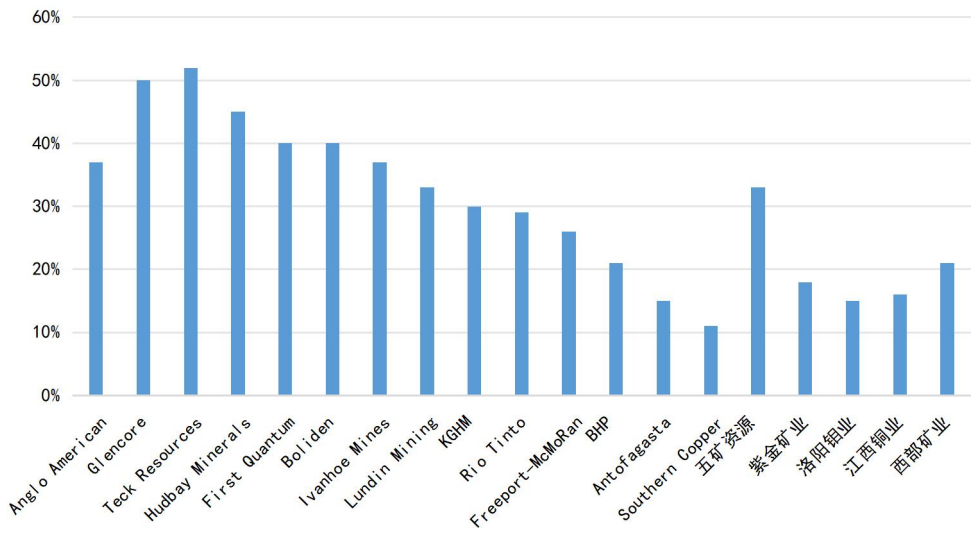
公司	2023	2024	2025
Anglo American	63%	-	180%
Aurubis	14%	22%	26%
Barrick	31%	33%	19%
BHP	33%	40%	39%
Boliden	20%	20%	21%
Freeport-McMoRan	38%	37%	35%
Glencore	41%	-	63%
Hudbay	54%	73%	38%
KGHM	-3%	38%	32%
Lundin Mining	44%	49%	-24%
Rio Tinto	28%	26%	30%
Southern Copper	38%	37%	36%
Teck	41%	-	35%
Vale	27%	11%	56%
Antofagasta	32%	30%	36%
五矿资源	36%	41%	45%
中国有色矿业	32%	28%	28%
洛阳钼业	35%	38%	32%
铜陵有色	30%	31%	51%
江西铜业	17%	19%	27%
紫金矿业	15%	18%	21%
西部矿业	10%	12%	13%

资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

折旧摊销

国内矿业公司折旧摊销/EBITDA 比值一般在 20%以下，国外矿企则明显偏高。一个原因是国内外矿企适用的会计准则不同，如国外矿企普遍将前期勘探、评估费用资本化，国内有的矿企则费用化；剥离支出，国外有的矿企会资本化并且按照产量法摊销，国内有的矿企直接计入成本。另一个原因是国内矿企开发铜矿的资本开支强度更低，后续折旧压力更小。

图8：2025 年不同矿企的折旧摊销/EBITDA 比值



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

由于上述因素，造成估值方面，国内外矿企的 EV/EBITDA 倍数更相近，但是 PE 倍数差别较大。总体来看国内铜矿公司成长性普遍更强，但估值普遍低于国外矿企。

风险提示

下游需求变化的风险

铜是最适宜的导电和导热材料，代表了全社会对于导电体的需求。近年来铜价大幅上涨，对铜价承受能力弱的行业纷纷寻找替代材料，如以铝代铜，长期来看可能减少铜的需求。

主要经济体货币政策风险

铜是全球定价的大宗商品，具备较强的金融属性，受各国央行尤其是美联储货币政策影响。美以伊战争推高全球能源价格，美国面临一定的通胀压力，市场对美联储加息的担忧增加，可能影响铜在内的有色金属商品价格。

资源国政策风险

近年来随着行业对 ESG 关注度和要求提高，环评、水权、排放许可审批延期或收紧，尾矿库安全监管趋严，可能影响产能新建或者扩张。其次，铜价上涨可能引发利润重新分配，如近年来频繁出现的矿业税制、超额利润税调整。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032