证券研究报告

行业周报

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

必和必拓铜业务梳理

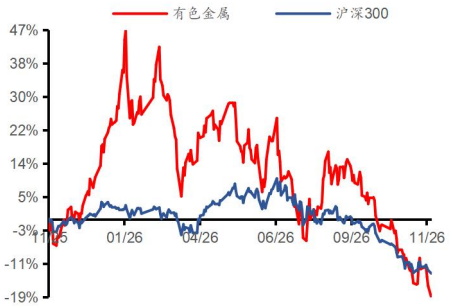
——有色金属行业周报 20261109-20261115

增持（维持）

行业: 有色金属
日期: 2026年11月25日

分析师: 袁威津
Tel: 021-53686157
E-mail: yuanweijin@shzq.com
SAC 编号: S0870520020001
分析师: 王伟力
Tel: 021-53686165
E-mail: wangweili@shzq.com
SAC 编号: S0870510120003

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《铜矿采选行业三季报梳理》
——2026 年 11 月 12 日

《金矿采选行业三季报梳理》
——2026 年 11 月 04 日

《中国金矿采选行业在时代变局中迎成长逻辑重构》
——2026 年 08 月 25 日

■ 主要观点

行业信息

20261109-20261115 期间，产业事件包括：WGC 称 2026 年前三季度世界黄金产量增长了 2%；欧盟对原产于中国、墨西哥、越南和乌兹别克斯坦的铜管作出反倾销初裁；力拓推进其在亚利桑那州的雷索卢申（Resolution）铜矿项目。公司公告方面：中国黄金国际发布三季报；金诚信披露股份回购进展。

必和必拓铜业务梳理

依据 S&P Global 发布报告《Copper in the Age of AI：Challenges of Electrification》所披露数据，2020-2025 年期间，全球铜供给和需求呈现紧平衡状态，且在 2030-2040 年，铜供给缺口将呈现扩大趋势。从各国矿产铜产量看，智利、秘鲁、刚果和中国等国产量排名靠前。从 2010-2025 年期间看，秘鲁和刚果成为重要的矿产铜供给增量国家，智利矿产铜产量相对稳定。

必和必拓 2024-2026 财年铜产量分别为 186.5 万吨、201.7 万吨和 195.3 万吨。2026 年 Q3 产铜 40.07 万吨，同比和环比分别为-18.82%和-18.54%。产量下滑主要系 Escondida 矿山精矿产量减少（2025Q3 及 2026Q3 矿产入选品位分别为 0.94%和 0.81%），以及计划内的设备检修。此外，致命事故导致采矿活动暂时中止，且 7 月和 8 月的恶劣天气也限制了运营物流及卡车车队的利用率。公司指引 2027 财年铜产量 165.0-180.0 万吨。

根据必和必拓披露，2025 和 2026 财年，Escondida 矿山的产铜成本分别为 1.19 美元/磅和 1.07 美元/磅；Spence 矿山为 2.07 美元/磅和 2.15 美元/磅；Copper South Australia 为 1.18 美元/磅和 0.32 美元/磅。公司指引 2027 财年，Escondida 矿山、Spence 矿山和 Copper South Australia 铜成本分别为 1.20-1.50 美元/磅、2.40-2.70 美元/磅、0.30-0.80 美元/磅。

公司 2025 财年及 2026 财年铜业务资本开支 43.92 亿美金和 45.56 亿美金。公司正推动南澳铜业增长计划，目标 2035 年将铜产量提升至 50 万吨。必和必拓已批准智利 Escondida 新选矿厂项目 8 亿美元前期承诺资金，用于进一步工程设计、许可及建设准备。

■ 投资建议

金矿采选行业相关企业包括紫金矿业、紫金黄金国际、山金国际、西部黄金、宝鼎科技、中金黄金等。

铜矿采选行业相关企业包括中国黄金国际、金诚信、西部矿业、江西铜业、藏格矿业、紫金矿业、洛阳钼业、中信金属等。

■ 风险提示

能源大宗价格超预期上涨；美联储货币政策偏鹰；金属价格上涨影响下游需求；矿产采选企业产量不及预期等。

目 录

1 行业信息 3
2 必和必拓铜业务梳理 3
3 价格跟踪 6
4 投资建议： 7
5 风险提示： 7

图

图 1 全球铜供需概况及预测（百万吨） 3
图 2 各国矿产铜产量（万吨） 4
图 3 必和必拓不同矿山在各财年中的产铜成本情况（美元/磅） 5
图 4 SHFE 黄金价格（单位：元/克） 6
图 5 INE 原油价格（单位：元/桶） 6
图 6 SHFE 银价格（单位：元/千克） 6
图 7 SHFE 燃油（单位：元/吨） 6
图 8 SHFE 铜价格（单位：元/吨） 6
图 9 CZCE 甲醇价格（单位：元/吨） 6
图 10 SHFE 锡价格（单位：元/吨） 7
图 11 集运（欧线，单位：指数点） 7
图 12 SHFE 铝价格（单位：元/吨） 7
图 13 GFEX 碳酸锂价格（单位：元/吨） 7

表

表 1 20261109-20261115 行业重要信息整理 3
表 2 必和必拓各季度铜产量及各矿山平均铜品位 4

1 行业信息

20261109-20261115 期间，产业事件包括：WGC 称 2026 年前三季度世界黄金产量增长了 2%；欧盟对原产于中国、墨西哥、越南和乌兹别克斯坦的铜管作出反倾销初裁；力拓推进其在亚利桑那州的雷索卢申（Resolution）铜矿项目。公司公告方面：中国黄金国际发布三季报；金诚信披露股份回购进展。

表 1 20261109-20261115 行业重要信息整理

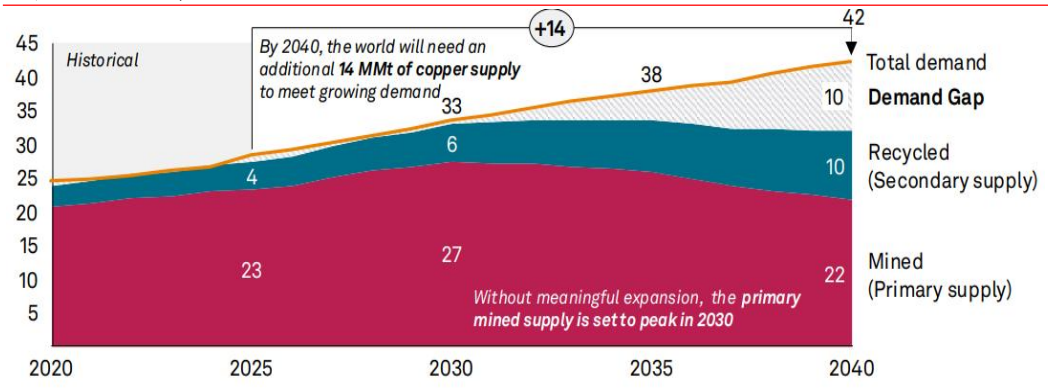
	序号	事件
产业事件	1	WGC 称，前三季度，世界黄金产量增长了 2%，如果第四季度不出意外，则全年产量将创新高。
	2	2026 年 11 月 11 日，欧盟委员会发布公告，对原产于中国、墨西哥、越南和乌兹别克斯坦的铜管作出反倾销初裁，初步裁定宁波金田铜管有限公司的临时反倾销税率为 33.5%、中国其他企业的临时反倾销税为 51.5%。
	3	力拓公司已经批准投资 1.44 亿美元推进其在亚利桑那州的雷索卢申（Resolution）铜矿项目。力拓公司持有该项目 55%股份，将出资 7900 万美元，而必和必拓则持有该项目 45%股权。雷索卢申铜矿有能力供应美国 25%的铜需求。
公司公告	1	中国黄金国际发布三季度业绩，销售收入由 2025 年同期的 925.4 百万美元，增加 48%至 1,368.2 百万美元；净溢利为 766.3 百万美元，较 2025 年同期的 344.6 百万美元增加 421.7 百万美元；黄金总产量由 2025 年同期的 129,350 盎司减少 12%至 114,208 盎司；铜总产量为 120.9 百万磅（约 54,855 吨），较 2025 年同期的 119.3 百万磅（约 54,127 吨）小幅增加。
	2	金诚信披露本次股份回购进展。截至 2026 年 11 月 9 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 676.35 万股，占公司总股本的比例为 1.08%，与上次披露数相比增加 0.48%，购买的最高价为 59.99 元/股、最低价为 55.30 元/股，已支付的总金额为 38,990.40 万元

资料来源：上海有色网，Wind，上海证券研究所

2 必和必拓铜业务梳理

依据 S&P Global 发布报告《Copper in the Age of AI：Challenges of Electrification》所披露数据，2020-2025 年期间，全球铜供给和需求呈现紧平衡状态，且在 2030-2040 年，铜供给缺口将呈现扩大趋势。

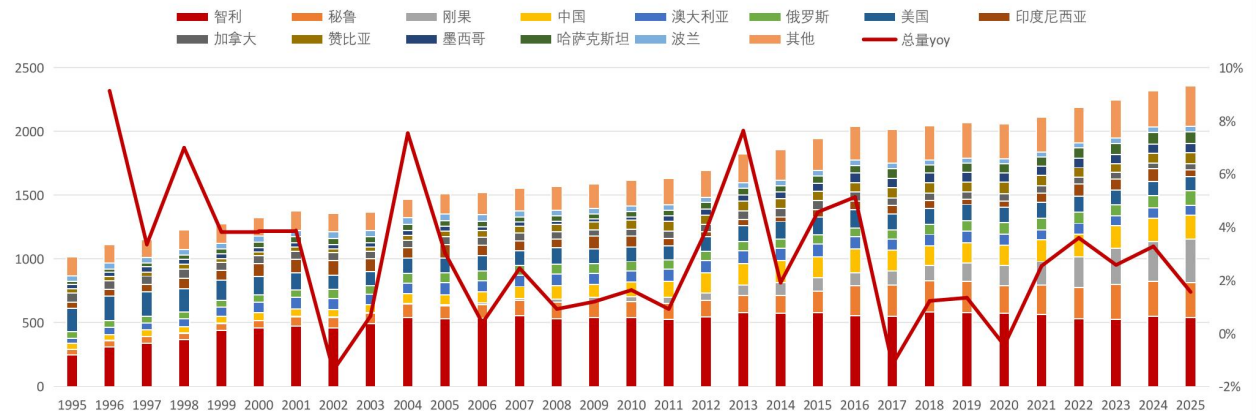
图 1 全球铜供需概况及预测（百万吨）



资料来源：S&P Global《Copper in the Age of AI：Challenges of Electrification》，上海证券研究所

从各国矿产铜产量看，智利、秘鲁、刚果和中国等国产量排名靠前。从 2010-2025 年期间看，秘鲁和刚果成为重要的矿产铜供给增量国家，智利矿产铜产量相对稳定。

图 2 各国矿产铜产量（万吨）



资料来源：Wind，上海证券研究所

必和必拓 2024-2026 财年铜产量分别为 186.5 万吨、201.7 万吨和 195.3 万吨。2026 年 Q3 产铜 40.07 万吨，同比和环比分别为-18.82%和-18.54%。产量下滑主要系 Escondida 矿山精矿产量减少（2025Q3 及 2026Q3 矿产入选品位分别为 0.94%和 0.81%），以及计划内的设备检修。此外，致命事故导致采矿活动暂时中止，且 7 月和 8 月的恶劣天气也限制了运营物流及卡车车队的利用率。公司指引 2027 财年铜产量 165.0-180.0 万吨。

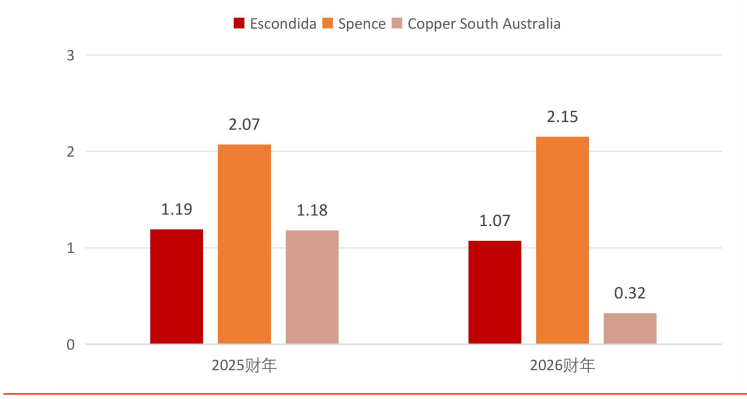
表 2 必和必拓各季度铜产量及各矿山平均铜品位

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q3 同比	2026Q3 环比
Payable metal in concentrate（kt）									
Escondida	288.4	278.6	282.4	270.5	248.3	245.6	197.9	-29.92%	-19.42%
Pampa Norte	36.1	42.2	35.4	33.3	25.7	26.9	27.2	-23.16%	1.12%
Antamina	30.9	21.2	33.9	38.2	44.1	35.3	40.0	17.99%	13.31%
Copper South Australia	22.5	31.7	19.9	22.2	27.5	29.8	11.9	-40.20%	-60.07%
Carajas	1.9	2.2	2.4	2.3	2.1	-	-		
合计（1）*	379.8	375.9	374.0	366.5	347.7	337.6	277.0	-25.94%	-17.95%
Cathode（kt）									
Escondida	45.2	48.7	46.5	46.7	54.9	66.3	54.7	17.63%	-17.50%
Pampa Norte	31.8	31.2	20.4	24.4	18.9	27.6	20.2	-0.98%	-26.81%
Copper South Australia	56.6	60.4	52.7	52.9	55.3	60.4	48.8	4.95%	-19.21%
合计（2）*	133.6	140.3	119.6	124.0	129.1	154.3	123.7	3.43%	-19.83%
合计（3）*	513.4	516.2	493.6	490.5	476.8	491.9	400.7	-18.82%	-18.54%
平均铜品位									
Escondida, Chile	1.09%	0.95%	0.94%	0.91%	0.88%	0.85%	0.81%		
Pampa Norte, Chile	0.63%	0.66%	0.65%	0.60%	0.53%	0.50%	0.53%		
Antamina, Peru	0.81%	0.76%	0.86%	0.98%	1.12%	1.08%	1.02%		
Copper South Australia									
——Olympic Dam	1.99%	2.05%	1.97%	1.97%	1.92%	2.14%	1.98%		
——Prominent Hil	0.82%	0.92%	0.71%	0.83%	0.90%	0.94%	0.84%		
——Carrapateena	1.31%	1.24%	1.18%	1.20%	1.22%	1.17%	1.07%		
Carajas	1.64%	1.40%	1.63%	1.51%	1.48%				

资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所；注：合计（1）为 Payable metal in concentrate 总量，合计（2）为 Cathode 总量，合计（3）为前两组数值合计总量。

根据必和必拓披露，2025 和 2026 财年，Escondida 矿山的产铜成本分别为 1.19 美元/磅和 1.07 美元/磅；Spence 矿山为 2.07 美元/磅和 2.15 美元/磅；Copper South Australia 为 1.18 美元/磅和 0.32 美元/磅。公司指引 2027 财年，Escondida 矿山、Spence 矿山和 Copper South Australia 铜成本分别为 1.20-1.50 美元/磅、2.40-2.70 美元/磅、0.30-0.80 美元/磅。

图 3 必和必拓不同矿山在各财年中的产铜成本情况（美元/磅）



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

公司 2025 财年及 2026 财年铜业务资本开支 43.92 亿美金和 45.56 亿美金。公司正推动南澳铜业增长计划，目标 2035 年将铜产量提升至 50 万吨。必和必拓已批准智利 Escondida 新选矿厂项目 8 亿美元前期承诺资金，用于进一步工程设计、许可及建设准备。

3 价格跟踪

图 4 SHFE 黄金价格（单位：元/克）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5 INE 原油价格（单位：元/桶）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6 SHFE 银价格（单位：元/千克）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7 SHFE 燃油（单位：元/吨）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8 SHFE 铜价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9 CZCE 甲醇价格（单位：元/吨）



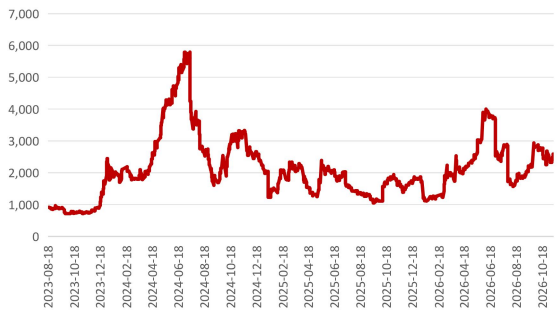
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10 SHFE 锡价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 11 集运（欧线，单位：指数点）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 12 SHFE 铝价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 13 GFEX 碳酸锂价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，上海证券研究所

4 投资建议：

金矿采选行业相关企业包括紫金矿业、紫金黄金国际、山金国际、西部黄金、宝鼎科技、中金黄金等。

铜矿采选行业相关企业包括中国黄金国际、金诚信、西部矿业、江西铜业、藏格矿业、紫金矿业、洛阳钼业、中信金属等。

5 风险提示：

能源大宗价格超预期上涨；美联储货币政策偏鹰；金属价格上涨影响下游需求；矿产采选企业产量不及预期等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。