

# 目 录

第一部分 概要 .....	2
【要点综述】 .....	2
【市场影响】 .....	2
【策略推荐】 .....	2
第二部分 海外矿山产量 .....	3
一、 智利铜矿老龄化 .....	3
二、 秘鲁铜矿 .....	8
三、 刚果金铜矿 .....	11
四、 其他海外铜矿 .....	13
五、 2025 年铜精矿产量变化预测 .....	16
第三部分 后市展望及策略推荐 .....	17
免责声明 .....	18

# 海外铜矿山一季度财报梳理

## 第一部分 概要

### 【要点综述】

2025 年铜矿供应紧张成为市场主要矛盾点之一，加工费持续下行，冶炼厂亏损加剧。本报告分析了一季度智利、秘鲁、刚果金等国主要矿山产量。并根据最新信息进行全年产量预测。

目前已经公布 2025Q1 产量数据的 18 家海外企业矿山产量为 323.8 万金属吨，同比增加 0.7%，环比下降近 10%。从数据可以看出，铜矿增产远不及预期，原因主要包括几个方面：第一，秘鲁、智利等国一些传统矿山老龄化，矿石品位下降，如 chuquicamata、andina、collahuasi、Minera Los Pelambres、escondida 等；第二，刚果金、巴拿马、印尼等国政治因素导致铜矿生产、运输受阻，如 cobre、freeport 等；第三，扩产、投产进程缓慢，如 QB 二期、Malmyzh 等。不过这些已公布数据的企业并没有改变年度生产计划，通过对 25 家铜矿企业的年度报告分析，我们预计 2025 年全球铜精矿增量约 20 万金属吨，同比增长 0.88%，不过值得关注的是 Freeport 获得了约 127 万矿吨铜精矿的出口配额，为市场提供了额外的增量。

### 【市场影响】

2025 年铜矿供应紧张，加工费已经下跌到-40 美元/吨下方，冶炼厂出现较大幅度的亏损，供应端扰动增加，尤其是 2 月 25 日特朗普对铜展开 232 调查后，美国开始虹吸全球精炼铜，导致供应结构性错配，短期供应端的扰动对铜价形成支撑，不过一旦 232 落地，这种局面可能会迅速转变，而且 Freeport 铜矿库存开始出口，一定程度上缓解了铜矿供应短缺问题。

铜消费增速整体下降，但在中美 90 天的关税暂停期内，消费还是会表现出较强的韧性。特朗普关税政策落地后，下行压力将加大。预计短期铜价维持高位盘整，但中长期仍建议逢高沽空为主。

### 【策略推荐】

1. 单边：短期铜价高位盘整，若库存恢复到安全水平，铜价将开始抵抗式下跌行情，趋势性的下跌行情需等待关税的信号。
2. 套利：观望。
3. 期权：观望。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：王伟

邮箱：

wangwei\_qhyj@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03143400

投资咨询资格证号：Z0022141

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。



银河期货

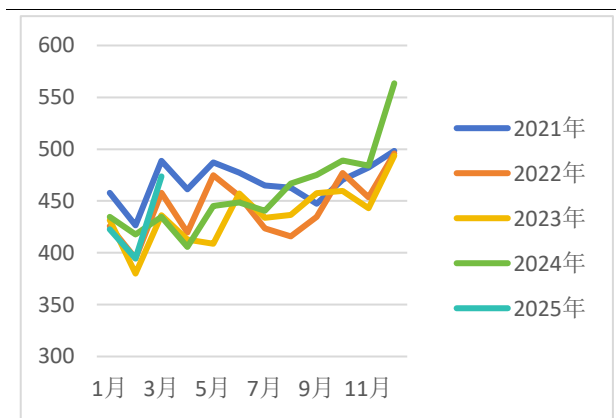
## 第二部分 海外矿山产量

### 一、智利铜矿老龄化

智利国家统计局统计数据显示，2024 年智利铜矿产量 550.6 万吨，2025 年 1-3 月智利铜精矿产量为 129.1 万吨，同比增加 0.38 万吨或 0.29%。目前智利铜矿面临比较大的问题是矿山老龄化的问题，我们统计的 23 家铜矿中有 6 家矿山开采年限超过 50 年，2024 年的产量为 100.6 万吨，占智利总量的 18.2%；17 家铜矿开采时间早于 2000 年，产量高达 400 万吨。

图 1：智利铜精矿产量

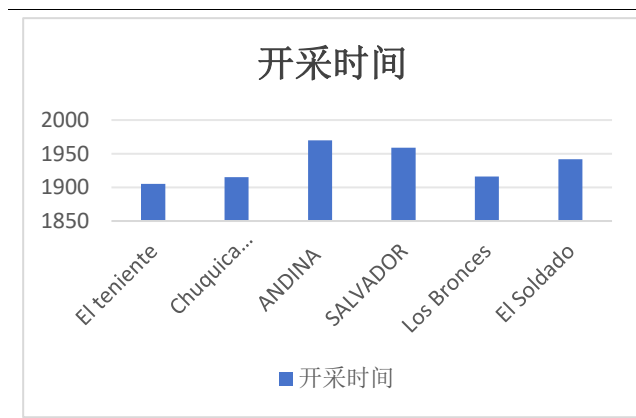
单位：千吨



数据来源：银河期货，智利国家统计局

图 2：铜矿老龄化

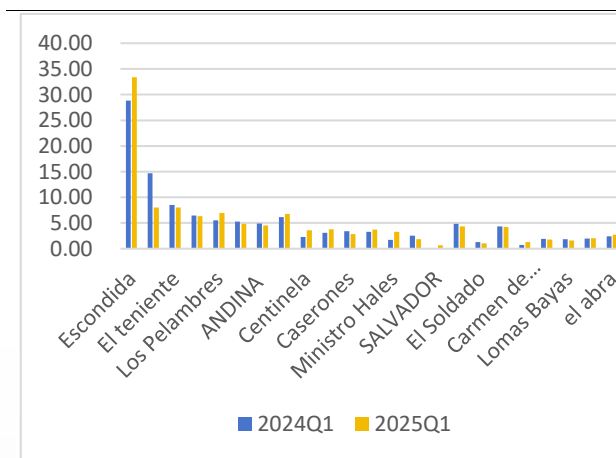
单位：年



数据来源：银河期货，公开资料整理

图 3：智利铜矿同比变化

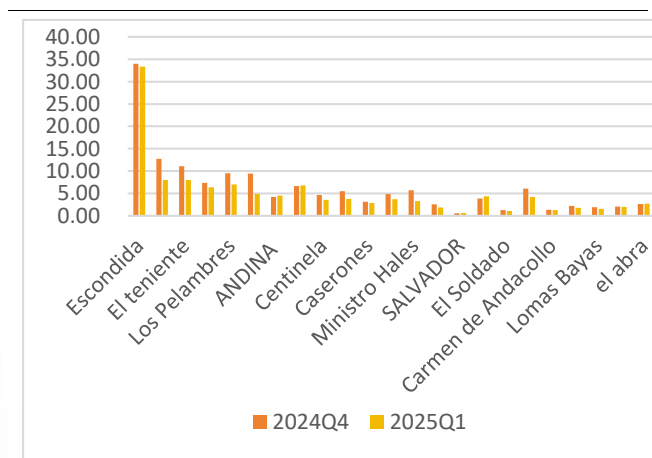
单位：千吨



数据来源：银河期货，财务报告

图 4：智利铜矿环比变化

单位：千吨



数据来源：银河期货，财务报告

## 1. Codelco

Chuquicamata 2025 年 1 季度产量为 4.86 万吨，同比下降 7.95%，环比下降 48.41%。主要是由于品位下降、2 月 25 日全国范围内发生停电以及季节性问题，位于智利北部的 Antofagasta 大区，海拔 2800 米，属于露天矿，已探明的铜矿储量为 810 万吨，品位为 0.78%。1915 年正式投入商业生产，已经开采了 100 多年，2019 年 5 月转为地下开采，开采年限到 2060 年，预计到 2030 年该铜矿年产量将提升至 30 万吨。

Radomiro Tomic 2025 年 1 季度产量为 6.37 万吨，同比下降 1.24%，环比下降 13.33%，造成产量下降的原因与 Chuquicamata 相同。该矿位于 Antofagasta 省的 Calama 市，已经探明的铜储量为 620 万吨，露天开采。Radomiro Tomic 铜精矿部分 2010 年建成投产。

Ministro Hale 2025 年 1 季度产量为 3.23 万吨，同比增加 86.86%，环比下降 42.93%，同比产量大增得益于矿山排序的改进和运营灵活性的提高，环比产量下降主要是由于季节性原因。该矿位于智利 Antofagasta 大区 2013 年投产，智利 Codelco 2023 年提交了一份环境许可申请，以延长其 Ministro Hales 铜矿的使用寿命 30 年，并将铜精矿的生产能力从目前的每年 70 万吨提高到 83 万吨。

Gabriela Mistral 2025 年 1 季度产量为 1.88 万吨，同比下降 25.4%，环比下降 27.41%，铜矿位于智利 Antofagasta，该矿自 2008 年开采，产量逐渐下滑、枯竭。2024 年，Codelco 宣布投资 8 亿美元延长其寿命至 2055 年，并计划从氧化铜转向硫化铜开采，以提高回收率。

El Teniente 2025 年 1 季度产量为 8.01 万吨，同比下降 5.88%，环比下降 27.5%，位于智利首都圣地亚哥以南的 Rancagua 市，已探明铜矿储量为 1470 万吨，品位 0.922%，开采方式为地下开采，包括硫化矿和氧化矿。El Teniente 于 1905 年投产，已经开采了 100 多年，计划开采到 2072 年。El Teniente 2022 年计划投资 57 亿美元进行扩建，目前 Andes Norte 的进度 82%（预计 2024 年底通过过渡矿物管理系统投产，最终 2028 年投产）、Diamante 的进度 35%（预计 2026 年 7 月投产）、Andesita 的进度 40%（预计 2024 年下半年投产）。2024 年 El Teniente 产量 35.19 万吨，预计全部投产后年产量将达到 50 万吨。

Andina 2025 年 1 季度产量为 4.51 万吨，同比下降 8.15%，环比增加 6.37%。位于智利首都圣地亚哥东北部大约 80 公里的埃尔普洛莫山脉。Andina 矿 1970 年投产，已探明铜储量为 1020 万吨，品位 0.722%。由于矿山老龄化的影响，Andina 铜矿产量逐年下降，Codelco 于 2013 年 9 月启动 Andina Transfer project，将该 Andina 铜矿从地下作业变成露天作业，

该项目于 2024 年 4 月份完成建设，Andina Transfer 铜产能提升至 24 万吨，使用寿命延长了至少 30 年。在中期还有扩产计划称为“Andean Future Development”，该计划还在审查中，未来希望扩张到 15 万吨/天，相当于增加 12 万吨左右，达到 28 万吨年产量。

Salvador 2025 年 1 季度产量为 0.65 万吨，环比增加 8.33%。铜矿 1926 年开始运营，拥有 310 万吨铜储备，品位 0.595%。该矿至今已运行了近 100 年，面临资源枯竭的问题，为此 2018 年 Codelco 制定 Rajo Inca 项目，预算 14 亿美元，将 Salvador 铜矿开采从地下转为地上，运营时间延长 47 年，产量提高至 9 万吨/年。2021 年 8 月 Codelco 启动建设该项目，但 2024 年发生致命事故，导致 Rajo Inca 项目的延迟启动，2025 年项目完成，使 Salvador 铜矿从露天地下结合矿转为露天矿，预计贡献 3 万吨产能增量。

Quebrada Blanca 2025 年 1 季度产量为 4.23 万吨，同比下降 2.76%，环比下降 30%。2024 年 9 月 Codelco 以 5.2 亿美元的价格，从另一家智利国有矿业公司 Enami 手中购得了 Quebrada Blanca 铜矿 10% 的股份。该矿位于智利北部 Tarapacá 地区，铜储量为 700 万吨，品位为 0.51%，寿命为 28 年。泰克资源拥有该矿的 60% 权益，住友金属矿业株式会社和住友商事株式会社共同拥有该矿的 30% 的间接权益。QB2 铜矿项目 2023 年一季度投产，QBME 预计将在 2026 年开始生产，到本世纪末吞吐量有望增加 15%-25%。原本预计 2024 年产量 23-27.5 万吨，2025-2026 年产量预期为 28.5-30.5 万吨，而根据 2024 年的年报，2024 年产量仅 20 万吨，2025 年产量预期为 23-27 万吨，投产进度不及预期。

El Abra 2025 年 1 季度产量为 2.72 万吨，同比增加 13.18%，环比增加 3.42%。该矿位于智利埃尔罗亚省卡拉马以北 47 英里处的第二区，是一个露天矿山，于 1996 年生产。

Codelco 与自由港麦克莫兰计划投资约 75 亿美元用于扩建位于智利的 El Abra 铜矿。这一雄心勃勃的项目预计需要 7 到 8 年的时间来逐步实施。

## 2. Anglo American plc

Collahuasi 2025 年 1 季度产量为 8.02 万吨，同比下降 45.42%，环比下降 37%。位于智利北部的阿塔卡马地区，是智利第二大铜矿，拥有 996.4 万吨可开采的铜储量，由英美资源集团(44%)、嘉能可(44%)和日本三井(12%)共同拥有。英美资源集团(Anglo American)的铜产量可归属份额下降了 45% 至 35,300 吨，主要是由于矿石品位从 1.20% 下降到 0.86%，同时铜回收率降低。因为该矿开采顺序导致矿石开采量下降，第一季度是计划产量最低的季度，预计今年剩余时间产量将有所改善，产量将集中在下半年。

Los Bronces 2025 年 1 季度产量为 3.78 万吨，同比下降 6.2%，环比上涨 11.83%。该矿位于智利中部 Valparaíso 大区，Los Bronces 由四家公司共同持股，Anglo American 50.1%，Mitsubishi Corp. 20.4%，Codelco 20%，Mitsui 9.5%。Los Bronces 1925 年就开始商业化生产，至今 100 年的时间，2019 年 Anglo American 开始向智利环境监管机构申请 LIBP 项目，计划投资 30 亿美元扩大目前的露天矿开采，并通过从地下部分获取更高品位的矿石，来代替低品位矿石，将矿山的使用寿命延长至 2036 年，2023 年 11 月该项目获得环保许可。Anglo American 正在对 Los Bronces 地下矿项目进行可行性研究，预计 2025 年中结束。

Quellaveco 2025 年 1 季度产量为 7.99 万吨，同比上涨 10.97%，环比下降 11.43%。该矿位于秘鲁南部 Moquegua 地区，与智利边界接壤。计矿石储量为 13 亿吨，铜品位为 0.55%，预计在其运营的前十年内年均产铜量可达 30 万吨。该矿的设计处理能力为每天 127,500 吨。2025 年英美资源集团表示有兴趣扩大对 Quellaveco 铜矿项目的投资。

El Soldado 2025 年 1 季度产量为 1.03 万吨，同比下降 18.9%，环比下降 17.6%。该矿位于智利圣地亚哥以北约 125 公里处，自 1980 年投入使用以来，估计储量超过 2 亿吨，平均铜品位约为 1.4%。英美资源公司 2024 年获得了 4000 万美元的运营连续性计划批准，旨在将矿山的生产寿命从 2027 年延长至 2037 年。但 2024 年底智利环境监管机构指控 El Soldado 铜矿违反环境规定。如果英美资源集团的当地分支机构 Anglo American Sur 不解决这些问题，可能面临吊销其环境许可证、关闭或超过 1240 万美元的罚款。

### 3. Antofagasta

Los Pelambres 2025 年 1 季度产量为 6.99 万吨，同比上涨 26.4%，环比下降 26.42%。2025 年 2 月，因全国停电矿石加工率部分受到影响。环比来看，由于处理率降低、品位下降以及 2024 年第四季度完成了于 2024 年 2 月进行的管道维护工作相关的库存去化，铜产量下降了 27%。Los Pelambres 位于智利 Coquimbo 大区，采用露天开采的方式，有三个股东，Antofagasta Plc (60%)，Nippon Mining (25%)，Mitsubishi Materials (15%)。针对 Los Pelambres 铜矿连年下降的情况，2018 年 Antofagasta 批准了 13 亿美元的扩建项目，Los Pelambres 的扩建项目计划在运营的头 15 年平均每年增产 6 万吨。预计扩建完成后，Los Pelambres 铜矿产量会达到 38 万吨。



Centinela2025 年 1 季度铜精矿产量为 3.59 万吨 ,同比上涨 56.09% ,环比下降 22.96%。电积铜产量为 1.98 万吨同比下降 10% ,环比下降 25.28%。Centinela 矿位于 Antofagasta 大区 , Antofagasta PLC 拥有 70%的股份。Antofagasta 将投资 44 亿美元扩建 Centinela 项目,建设 Centinela 第二选矿厂 ,计划新增铜当量 17 万吨( 14.4 万吨铜、以及金、钼副产品 ),预计 2027 年投产。

Zaldivar 2025 年 1 季度产量为 2.02 万吨 ,同比上涨 3.06% ,环比下降 2.88%。Zaldivar 矿位于智利北部 ,首都圣地亚哥以北 1400 公里、Antofagasta 市东南 175 公里处 ,平均海拔 3000 米。Zaldivar 矿是一个露天铜矿 ,于 1995 年正式开始运营 ,目前巴里克黄金与 Antofagasta 各持股 50% ,2025 年 1 月 20 日 ,巴里克黄金(Barrick Gold)正在寻求剥离其在智利 Zaldivar 铜矿 50%的股份。2025 年 5 月智利环境管理部门已签署通过将其 Zaldivar 铜矿开采服务年限延长至 2051 年的环境影响评估。

Antucoya 2025 年 1 季度产量为 1.98 万吨 ,同比下降 10% ,环比下降 25.28%。该矿位于位于 Antofagasta 大区 ,设计年产量 8.5 万吨/年 ,于 2016 年投入试生产。

#### 4. Escondida

Escondida2025 年第一季度产铜 33.36 万吨 ,同比去年增加 15.75% ,环比下降 1.8% ,主要原因是采矿顺序改变 ,矿石品位提高。Escondida 位于智利北部的极度干旱的阿塔卡马沙漠之中 ,储量 4570 万吨 ,1990 年开始开采 ,必和必拓、力拓、日本三菱公司分别持股 57.5%、30%、12.5%。因资源衰减和劳资纠纷问题 ,其产量预计在 2025 年达到峰值后下滑。今年 2 月 ,必和必拓表示将推进一项 20 亿美元的计划 ,以优化其在 Escondida 的选矿厂 ,应对该矿石品位下降的问题。这是其去年宣布的长达十年的 108 亿美元投资计划的第一项举措。

#### 5. Pampa Norte

Pampa Norte2025 年 1 季度产量为 3.61 万吨 ,同比下降 8.61% ,环比下降 1.37%。该矿由 Spence 和 Cerro Colorado 组成。尽管受到 2 月份智利全国停电的影响 ,但由于堆叠材料和等级的改善 ,spence 的产量增加了 3%。Cerro Colorado 仍然处于临时护理和维护状态。spence2021 年扩建 ,延长寿命 50 年,Cerro Colorado 铜矿计划在 2030 年复产。同时拥有一

家湿法铜冶炼厂，2025 年 1 季度产量为 3.18 万吨，同比上涨 43.89%，环比上涨 7.43%。

## 6. Sierra Gorda mine

Sierra Gorda2025 年一季度产量为 3.77 万吨，同比上涨 22.01%，环比下降 31.69%，同比上涨主要得益于 Sierra Gorda 扩建升级，环比下降则是由于季节性因素的影响。该矿位于 Antofagasta 大区，露天铜钼矿，KGHM 和 South32 分别持股 55%和 45%。Sierra Gorda 铜矿 2014 年 7 月投产，首先投产的是硫化矿部分。该铜矿项目分为两期，一期铜产量将达每年 12 万吨，二期可达 23.7 万吨，该矿具备 20 年的开采寿命。

## 7. Caserones

Caserones2025 年 1 季度产量为 2.87 万吨，同比下降 16.09%，环比下降 9.54%，主要由于矿山开采顺序导致品位下降。该矿位于智利 Atacama，于 2014 年开始生产，lundin mining 目前拥有 Caserones 51%的股份,并计划以 3.5 亿美元额外收购智利 Caserones 铜钼矿 19%的股权，将其在智利 Caserones 铜钼矿的所有权股份增至 70%。该矿近几年生产扰动事件不断，2024 年一季度再次因罢工导致意外关停减产，全年产量下降到 12.48 万吨，较 2023 年减少 1.23 万吨。

## 8. Lomas Bayas

Lomas Bayas2025 年 1 季度产量为 1.59 万吨，同比下降 14.05%，环比下 17.62%。

该矿位于智利安托法加斯塔大区。1998 年开始开采，铜矿品位下滑。

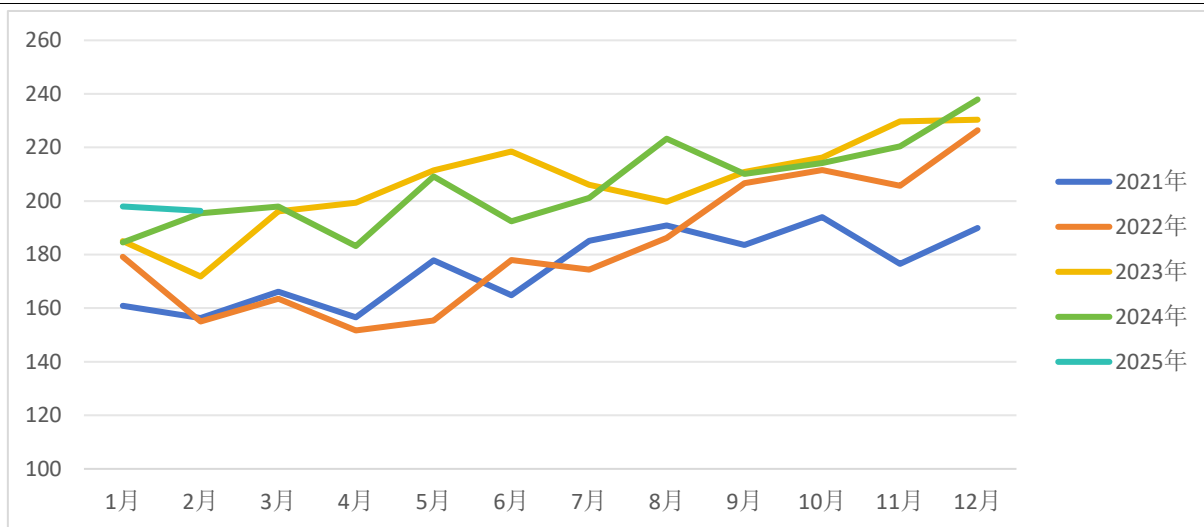
## 二、秘鲁铜矿

秘鲁能源和矿业部统计数据显示，2024 年秘鲁铜矿产量 247 万吨，2025 年 1-2 月产量为 39.4 万吨，同比增加 1.43 万吨或 3.77%。秘鲁自 21 世纪以来政治更迭频繁，政府更替平均不到两年一次，矿业所在地社区稳定性差、劳工冲突等多方面问题日益严重。2025 年 5 月 5 日，秘鲁总统博卢阿尔特宣布，秘鲁政府决定对北部拉利伯塔德大区的帕塔兹地区实行为期 30 天的采矿暂停措施，以应对日益恶化的安全局势并遏制非法采矿行为的蔓延。



图 5：秘鲁铜精矿产量

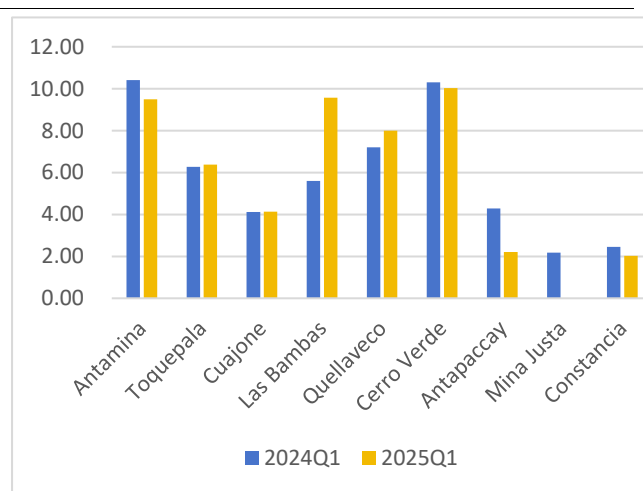
单位：千吨



数据来源：银河期货，智利国家统计局

图 6：秘鲁主要铜矿产量同比变化

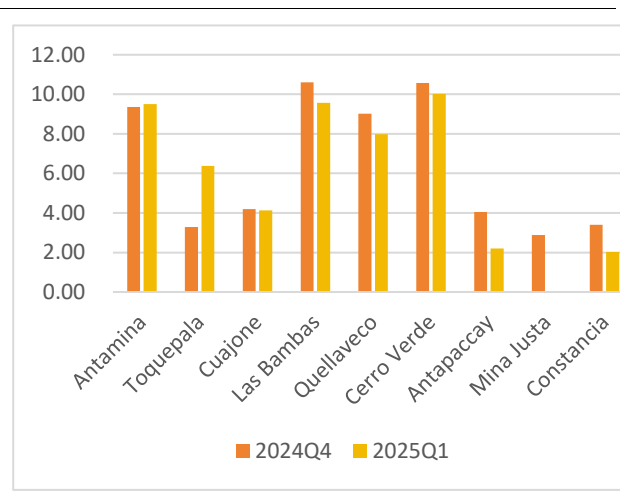
单位：万吨



数据来源：银河期货，智利国家统计局

图 7：秘鲁主要铜矿产量环比变化

单位：万吨



数据来源：银河期货，公开资料整理

## 1. Antapaccay

Antapaccay 2025 年一季度该矿产量下降到 2.21 万吨 ,同比下降 48.5% ,环比下降 45% ,主要是受到品位下降和频繁罢工的影响 ,该矿于 1 月 20 日关闭 ,在一些抗议活动减少后 ,于 1 月 31 日“安全性上升”后重启运作 ,之后 3 月 30 日抗议者再次封锁了嘉能可 Antapaccay 铜矿的入口 ,本次活动主要针对该铜矿 18 亿美元的扩建计划。该矿位于秘鲁库斯科地区 ,由于

矿石品位下降，年产量已从 2016 年的 22.1 万吨下降至目前的 14.5 万吨，嘉能可计划投资 15 亿美元扩建其位于秘鲁的铜矿的 Coroccohuayco 项目，有望将该矿的寿命至少延长至 2045 年或 2050 年，预计至少在 Coroccohuayco 运营的前 10 年，铜产量将达到每年 25 万吨左右。

## 2. Quellaveco

2025 年 1 季度 Quellaveco 的产量增长了 11% 达到 79,900 吨，该矿场第一季度业绩创历史新高，主要得益于品位提高从 0.72% 提高至 0.80%，环比下降 11.4%。秘鲁 Quellaveco 位于秘鲁南部 Moquegua 地区，矿石储量为 13 亿吨，铜品位为 0.55%。该矿共投资了 55 亿美元，其中英美资源集团持有 60% 的股份，三菱商事持有剩余的 40%。2022 年 9 月开始运营，预计在其运营的前十年内年均产铜量可达 30 万吨。2025 年英美资源集团表示有兴趣扩大对 Quellaveco 铜矿项目的投资。

## 3. Las bambas

Las bambas 2025 年一季度产量增加到 9.57 万吨，同比去年增长 71%，环比下降 7.8%。主要由于品味从 0.54% 提升到 0.88%。以及选矿回收率从 86.2% 到 88.1%，今年将达产。该矿铜矿储量为 688.2 万吨，预计矿山寿命为 18 年以上。2015 年底，Las Bambas 铜矿开始商业化生产，但由于社区干扰以及矿山品位下滑，产量开始逐年下降，最典型的是 2022 年上半年，Las Bambas 因为社区干扰问题经历了长达 50 天的停产，产量下滑至 25 万吨。2022 年 3 月 Chalcobamba 矿坑获得秘鲁能源矿产部的开发许可，目前正在全力推进，未来有望将 Las Bambas 铜产量提升至 35-40 万吨。

## 4. Cerro Verde

Cerro Verde 2025 年一季度产量是 10.02 万吨，同比去年下降 2.67%，环比下降 5.18%，主要是由于铜矿老龄化，品位下降。该矿位于秘鲁阿雷基帕(Arequipa)市西南方 32 公里处的南部铜矿带，是一座大型露天铜钼矿，1976 年开始运营，Freeport-McMoRan 持股 53.56%，SMM Cerro Verde Netherlands (住友金属子公司) 持股 21%，Compania de Minas Buenaventura 持股 19.58%。2024 年 6 月 Cerro Verde 的扩建项目被批准，预计 2026-2044 年工厂平均日矿石产量将达到 42 万吨矿石。

## 5. Antamina

Antamina2025 年一季度产量为 9.5 万吨，同比去年下降 8.7%，环比上涨 1.49%。

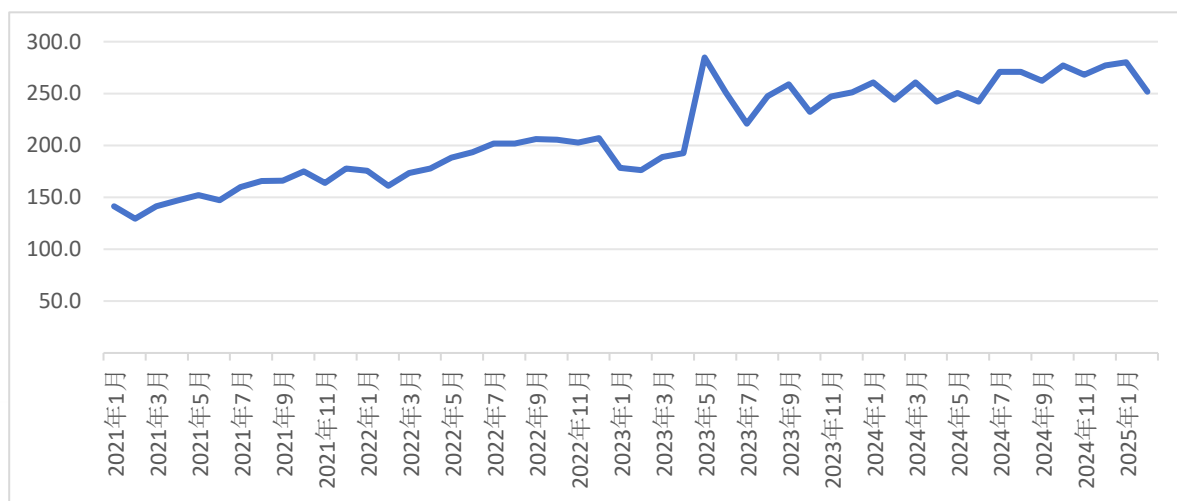
Antamina 矿位于秘鲁安第斯山脉，是秘鲁最大的铜锌矿，必和必拓占 33.75%，嘉能可占 33.75%，泰克资源占 22.5%，三菱集团占 10%，2001 年开始投产。2024 年初，秘鲁环境监督机构向该国最大的铜锌矿 Antamina 颁发了一份期待已久的许可证，允许其启动一项耗资 20 亿美元的扩建工程，将该矿的运营寿命从 2028 年延长至 2036 年。

## 三、 刚果金铜矿

近年来，刚果金铜精矿产量快速提高，2024 年产量已经达到了 312.8 万吨，同比上涨 40 万吨或 14.6%，取代秘鲁成为第二大铜矿生产国，不过和智利、秘鲁不同，刚果金铜矿多数都配套了完善的冶炼产能，2024 年刚果金非标铜的产量达到 255.8 万吨。刚果（金）的铜矿业在发展过程中面临着诸多安全问题，同时铜矿开采需要大量的电力支持，而刚果（金）的电力供应不足，导致矿区经常停电，影响生产进度。

图 8：刚果金铜精矿产量

单位：千吨



数据来源：银河期货，ICSG

## 1. Kamoto、Mutanda 铜矿

嘉能可今年被曝计划出售其在刚果(金)的两大核心资产——Mutanda 铜钴矿和 Kamoto 铜业公司 (KCC) 的股份，总估值约 68 亿美元。刚果矿山面临税收纠纷、腐败罚款和基础设

施不足等问题，运营成本居高不下。

Kamoto2025 年一季度产量下降到 3.02 万吨，同比下降 35.61%，环比下降 45.97%，主要是由于开采顺序导致矿石开采量下降，工厂更多地依赖较低品位的库存。该矿位于刚果 Lualaba 省的 Kolwezi 地区，Glencore 持有 75% 的股份，国有企业 Gécamines 持有 25%。Kamoto 矿的开采始于 1969 年，到 1990 年关闭，2006 年经过可行性研究确认该矿可以以较低成本重新开采。

Mutanda2025 年一季度产量为 1.03 万吨，同比上涨 106%，环比下降 20.16%。该矿是全球最大的铜钴矿，在 2019 年之前，Mutanda 铜矿铜产量常年维持在 20 万吨左右，之后由于 Mutanda 铜钴矿的地表氧化矿品位不断降低以及扰动因素不断，铜矿产量持续下降，2024 年产量仅 3.39 万吨。

## 2. Kamo-a-Kakula

Komoa 第一季度生产了接近纪录的 13.312 万吨铜精矿，远高于 2024 年第一季度的 8.6117 万吨铜，同比上涨 54.58%，环比下降 0.52%。卡莫阿-卡库拉的第一阶段选矿厂于 2021 年 5 月开始生产铜。2022 年 4 月完成的第二阶段选矿厂将年产能翻倍至 40 万吨铜。

2023 年 2 月完成的去瓶颈化项目进一步将铜年产能提升至 45 万吨。2024 年 6 月完成的第三阶段选矿厂将年产能扩大至约 60 万吨铜。随着正在进行的电力项目完成，以及第 1、2 期回收率提升和第 3 期处理量增加的优化项目，从 2026 年起，卡莫阿-卡库拉的年化铜精矿产量目标约为 60 万吨铜。艾芬豪矿业维持卡莫阿-卡库拉 2025 年全年生产指导目标在 52 万至 58 万吨铜精矿。艾芬豪矿业表示，卡莫阿-卡库拉冶炼厂现已建成，产能 50 万吨，冶炼厂预计将于 5 月开始启动，预计 7 月首次生产出 99% 以上的高纯度铜阳极。

## 3. 科卢韦齐铜矿

紫金矿业于 2014 年、2016 年两次并购获得该矿山 72% 权益，2024 年初向刚果（金）政府出让 5% 股权，转让完成后，持有权益 67%。该矿具备年产 12 万吨金属铜、3000 吨钴的生产能力。

#### 4. 中铁资源

中铁资源近几年产量维稳在 30 万吨。2012 年 10 月，中铁资源在刚果（金）开拓的第一座矿山 MKM 矿。2013 年 4 月，绿砂矿采选冶工程正式投产，且提前 1 年实现出铜目标，刷新了非洲矿山建设的新纪录。华刚矿业是中铁资源在刚果（金）的第三座矿山，2013 年 4 月一期工程正式启动，2019 年 8 月启动二期工程建设，每年采选总规模可达 910 万吨、阴极铜产量达 25 万吨。

### 四、其他海外铜矿

#### 1. Grasberg

受出口限制的影响，2025 年 1 季度该矿产量下降到 13.43 万吨，远低于去年同期的 22.28 万吨，同比下井 39.73%，环比下降 31.02%。Grasberg 座落于印度尼西亚巴布亚省米米卡县查亚峰附近，是世界上的第一大金矿和第三大铜矿，由美国自由港-麦克莫兰和印尼国有企业 PT Mineral Indonesia 共同拥有，持股比例分别为 48.76%、51.24%。该地区一直是印尼政府与分裂武装对峙的战场，同时 Grasberg 的因将矿渣直接倾入大海而备受争议。2024 年 10 月，Manyar 冶炼厂在试运行遭遇火灾，修复预计耗至 2025 年 8-9 月，导致上半年铜矿消化能力不足。11 月 5 日透露，印尼计划效仿此前的镍矿出口禁令，对钴、煤炭、铜、铝土矿、硅等 12 种矿产资源以及 16 种非矿产商品实施新的出口禁令，导致自由港出口受到限制。

3 月 19 日自由港印尼公司表示已经从印尼贸易部获得铜精矿 127 万吨的出口许可证，意味着自由港铜精矿从 Papua 装港的船只允许启动发运。位于 Grasberg 矿区的 Kuching Liar 矿床正在进行长期矿山开发活动，预计在 2029 年至 2041 年底期间，该矿床将生产超过 70 亿磅（318 万吨）的铜。

#### 2. Mount Isa

2025 年一季度 mount isa 铜矿产量下降到 0.89 万吨，同比下降 35%，环比下降 49.43%。同时其精炼铜产量也下降到了 3.79 万吨，同比下降 16.7%，环比下降 14.06%。2024 年 1 月 18 日，澳大利亚的嘉能可（Glencore）突然宣布将关闭 Mount Isa Mines 的采矿业务，原因是

资源已经达到枯竭状态，该矿经过 60 年的运营后将于 2025 年下半年停止运营。

### 3. Cobre

Cobre 位于巴拿马科隆省，铜矿石证实和概略储量约为 21.4 亿吨，铜金属总储量为 907 万吨，品位为 0.41%，预计该矿能保持持续运营超过 30 年，第一量子公司持股约 90%。2023 年 11 月，巴拿马最高法院裁定续签的铜矿合同违宪，巴拿马将关闭科布雷铜矿，巴拿马公司目前仍处于停产阶段。在 2025 年 3 月 13 日和 3 月 20 日举行的新闻发布会上，巴拿马总统表示他已授权进口发电站所需物资、重启 Cobre Panamá 发电站，以及出口储存在 Punta Rincón 的铜精矿。First Quantum 于 2025 年 4 月 2 日向国际投资争端解决中心（“ICSID”）提交了仲裁申请，并通知 ICSID 已同意暂停仲裁。此外，公司同意终止国际商会仲裁程序。

### 4. Kansanshi

Kansanshi 2025 年第一季度铜产量为 4.65 万吨，同比增加 48%，环比下降 3.31%，2025 年产量预期在 16-19 万吨，基本与 2024 年持平。铜资源储量为 921.5 万吨，品位为 0.622%，位于赞比亚索尔韦齐(Solwezi)附近。该项目由加拿大第一量子公司和赞比亚联合铜矿投资公司（ZCCM）共同拥有，持股比例分别为 80%和 20%。计划于 2025 年第二季度对 Kansanshi 冶炼厂进行为期六周的维护停产。2025 年的铜和黄金产量包括 Kansanshi S3 扩建项目的产量，预计投资 12.5 亿美元，2025 年下半年有望实现首次投产，届时产能将提高到 25 万吨，S3 最初的大部分进料将来自低品位库存。

### 5. Almalyk

Almalyk MMC 是乌兹别克斯坦唯一的铜生产商，每年处理 4500 万吨矿石，生产 148,500 吨铜阴极。该公司计划到 2030 年将其阴极铜产量提高到 50 万吨，该公司目前正在监督价值 48 亿美元的 Yoshlik 扩建项目，该项目计划到 2026 年将该矿的铜产量提高 78%，达到每年 26.4 万吨。

### 6. Oyu Tolgoi

Oyu Tolgoi 铜矿位于蒙古南部戈壁沙漠，距离中国边界不足 100 公里。其中力拓和蒙古政府持股占比分别在 66%和 34%，可开采 50 年。2013 年开始生产，2022 年正式开启地下矿开采。Oyu Tolgoi2025Q1 铜精矿产量为 6.5 万吨，同比增加 42%，环比减少 2%。2025Q1



由于地下矿山和选矿厂分别在 1 月和 2 月进行了计划中的维护活动，导致磨机给料减少，因此产量环比略有下降。3 月产量创历史新高，地下矿山继续刷新材料处理记录，达到平均日产 2.8 万吨，最高日产 4.5 万吨。2025 年产量有望同比增长 50% 以上，增长主要集中在下半年，届时选矿厂改造将全面投入使用，2 号初级破碎机也将完工。项目增产仍在按计划进行，2028 年至 2036 年地下和露天矿的年均铜产量将达到 50 万吨。

### 7. Malmyzh

Malmyzh 斑岩铜金矿项目，该矿藏总资源达 16.61 亿吨，铜储量 832 万吨，铜矿品位 0.34%，并且每吨矿藏含金量约 0.17g。该项目具备良好的物流运输和基础设施条件，位于阿穆尔河畔，拥有便利的电力资源。Malmyzhskoye 铜矿，该铜矿投产分为两个阶段，2025 年投产第一阶段，产能 12 万吨，但受制于劳动力不足的问题，投产进度不及预期。第二阶段投产后，该铜矿产能会达到 29 万吨。

### 8. Udokan

Udokan 铜矿位于俄罗斯远东地区的卡拉尔区(Kalar)，Udokan 铜矿铜资源量为 2670 万吨，铜平均品位为 1.05%，预计开采寿命 70 年，是俄罗斯最大的铜矿床。2008 年，俄罗斯富豪阿利舍尔·乌斯马诺夫(Alisher Usmanov)以 5 亿美元的价格从政府手中买下了 Udokan 铜矿项目的开发权，随后便开启了长达十余年的建设之路。Udokan 铜矿项目分为铜精矿和湿法铜两部分，原定于 2022 年投产，但是因为俄乌战争推迟至 2023 年 9 月份才投产了铜精矿部分，在第一阶段铜矿产量近 15 万吨/年，包含铜精矿和湿法铜，其中铜精矿产量占一半左右，铜品位在 40% 以上，将于 2025 年完成，第二阶段铜产量将提高至 45 万吨，将于 2028 年完成。

五、2025 年铜精矿产量变化预测

目前已经公布 2025Q1 产量数据的 18 家海外企业矿山产量为 323.8 万金属吨，同比增加 0.7%，环比下降近 10%。从数据可以看出，铜矿增产远不及预期，原因主要包括几个方面：第一，秘鲁、智利等国一些传统矿山老龄化，矿石品位下降，如 chuquicamata、andina、collahuasi、Minera Los Pelambres、escondida 等；第二，刚果金、巴拿马、印尼等国政治因素导致铜矿生产、运输受阻，如 cobre、freeport 等；第三，扩产、投产进程缓慢，如 QB 二期、Malmyzh 等。不过这些已公布数据的企业都没有改变年度生产计划，通过对 25 家铜矿企业的年度报告分析，我们预计 2025 年全球铜精矿增量约 20 万金属吨。值得关注的是 Freeport 获得了约 127 万吨铜精矿的出口配额，3 月重新获得了出口许可，为市场提供了额外的增量。

表 2：铜精矿产量变动预测

单位：万吨

	企业	2025Q1	同比	2024Q1	环比	2024Q4	2024	2025E
智利国家铜业	COLDELCO	32.38	1.76%	31.82	-25.32%	43.36	135	138.5
英美资源	Anglo American plc	16.89	-14.73%	19.808	57.41%	10.73	77.2684	70
自由港	Freeport	39.69	-19.53%	49.32	-15.96%	47.23	191.38	182.15
嘉能可	Glencore	16.79	-29.95%	23.97	-31.86%	24.64	95.16	93
南方铜业	southern copper	24.02	-0.04%	24.03	0.54%	23.89	97.3851	96.7
五矿资源	MMG	11.8213	76.10%	6.7129	-6.92%	12.7	39.9758	49.5
紫金矿业	zijin						107	115
洛阳钼业	CMOC	17.0574	16.04%	14.7	-1.97%	17.4	64.9	63
第一量子	irst Quantum Minerals Lt	9.9703	6.41%	9.3698	-4.77%	10.47	40.2	39
力拓	Rio Tinto PLC	21	16.02%	18.1	16.80%	17.98	69.7	81.5
波兰铜业	KGHM	13.38	0.00%	13.38	-29.19%	18.8945	53.68	54
必和必拓	BHP	51.32	10.15%	46.59	0.49%	51.07	198.78	195
安托法加斯塔	Antofagasta	15.48	19.63%	12.94	-22.64%	20.01	66.4	68
泰克	Teck	10.61	7.39%	9.88	-13.81%	12.31	44.6	53
伦丁矿业	Lundin Mining	8.3868	-4.71%	8.8013	-17.36%	10.1491	36.9	31.65
艾芬豪矿业	Ivanhoe	13.312	54.58%	8.6117	-0.52%	13.3819	43.7	55
诺里斯克镍业	Nornickel	10.94	-0.33%	10.9763	2.77%	10.6456	43.3	42.1
淡水河谷	Vale	9.09	10.99%	8.19	-8.18%	9.9	34.8	35.5
阿曼	PT amman	1.68	-61.82%	4.4	-66.40%	5	21	10.34
乌多坎铜业有限公司	udokan						1	4
Malmyzh	Malmyzh							3
中国黄金	China gold						4.63	6.5
铜陵有色	tonglingyouse						15.52	19.49
哈萨克矿业	KAZ						37.99	38
哈萨克铜业	Kazakhmys						53.6	53
扣减	业与埃芬豪矿业重复计算komoa						-2	-5.75
总计		323.8178		321.6		359.7611	1571.8693	1591.18

数据来源：银河期货，海外矿企财报

### 第三部分 后市展望及策略推荐

2025 年供应端的扰动主要来自两方面：一方面是铜矿供应增量远不及预期，加工费已经下跌到-40 美元/吨下方，冶炼厂出现较大幅度的亏损，东南亚、日韩冶炼厂减产、检修增加，若加工费继续下行，国内冶炼厂的减产可能也会提上日程；另一方面是由于 2 月 25 日特朗普对铜展开 232 调查后，美国开始虹吸全球精炼铜，导致供应结构性错配，供应端的扰动对铜价形成支撑。不过一旦 232 落地，这种局面可能会迅速转变，而且 Freeport 铜矿库存开始出口，缓解了铜矿供应短缺问题。

废铜方面，冶炼厂今年对废铜的需求增加，一定程度上挤压了再生铜杆、铜材企业的增量，终端企业转而加大了对精炼铜的采购，这也是造成精炼铜加速去库的原因之一。价格反弹到 78000 元/吨以上后，废铜供应回暖，同时美国对中国关税下调后，部分进口贸易商考虑重新自美国进口废铜，短期废铜供应量较前期有所增加，但年内供应紧张的趋势不变。

消费方面，家电、汽车补贴继续带动国内需求增长，但补贴时间拉长后，对消费的边际影响减弱，光伏抢装基本结束，铜消费增速整体下降，不过在中美 90 天的关税暂停期内，消费还是会表现出较强的韧性。特朗普关税政策落地后，无论最终谈判结果怎么样，至少 10% 的关税不会取消，届时经济下行压力显现，铜价下行。

#### 策略推荐：

单边：短期铜价高位盘整，若库存恢复到安全水平，铜价将开始抵抗式下跌行情，趋势性的下跌行情需等待关税的信号。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司(以下简称银河期货,投资咨询业务许可证号 30220000)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明,所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正,但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断,银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户,本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

### 联系方式

银河期货有限公司 / 大宗商品研究所

北京:北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海:上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址: [www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话: 400-886-7799