

有色热点报告

铜：更大的扰动，更低的 TC

2025 年 5 月 30 日 星期五

第 22 周

中粮期货产品研发中心

(研究院)

宏观金属组



徐婉秋

从业资格号 F03119103

交易咨询号 Z0019515

○ 摘要

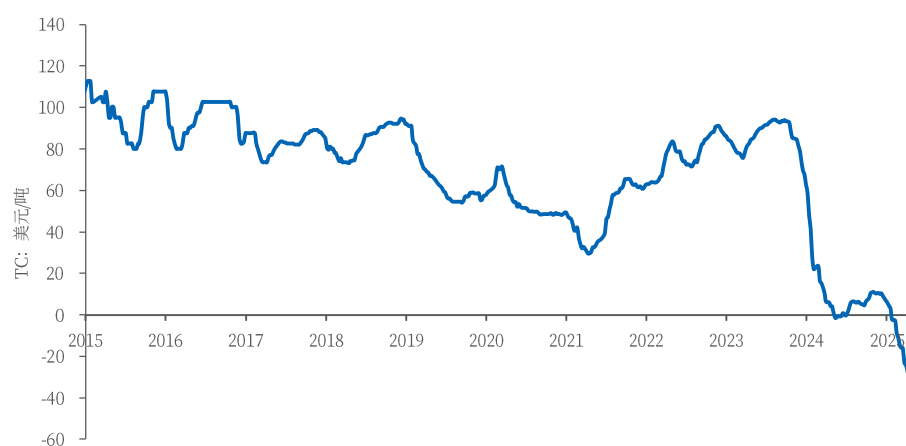
在当前矿端存在更大扰动、铜矿供需缺口有持续扩大的预期、TC 将进一步下降的情境下，冶炼厂的原料获取难度加剧，废铜的供应更应成为当下关注的焦点，在某种程度上这将直接决定了全年国内冶炼厂是否会否出现计划外的减产行为。

今年以来，矿端供应扰动加剧，环境、电力、社会因素等突发事件频发，这对供需本就紧张的铜矿来说，无疑是雪上加霜。由此，铜精矿 TC 价格大幅下跌至历史新低，全球冶炼厂的生产利润转向亏损。

近期，Antofagasta 与中国冶炼厂正式开启年中谈判，此前市场传言本轮谈判铜精矿加工费将以零作为潜在起点，而第一轮 TC/RC 的报价为-15 美元/吨、-1.5 美分/磅，当前谈判仍在进行中。同时据了解，海外冶炼厂的谈判价格或略高于这一水平。

此前，2025 年安托法加斯塔与国内冶炼厂达成的长单加工费为 21.25 美元/吨，大幅低于前一年的 80 美元/吨。自去年末以来，进口铜精矿零单 TC 再度下跌且未有拐头之势，由 10 美元/吨降至-44 美元/吨，而现货成交或更低于这一价格。若仅以当前的现货报价计算，国内冶炼厂生产每吨精炼铜平均亏损约 3000 元，但考虑进副产品、升贴水及原料的可替代性，实际生产经营中的亏损将低于理论值。

图表1：进口铜精矿TC



数据来源：SMM、中粮期货研究院

根据我们监控的全球各大矿企一季报产量，今年一季度样本矿企铜精矿产量

环比下降 43 万吨（存在季节性扰动因素），同比减少 1 万吨，为近五年来首次单季度产量同比出现降幅。

分企业来看，贡献减量的矿企主要是自由港、嘉能可以及英美资源。其中，自由港旗下南美矿山矿石品位降低，印尼矿山主要受到当地出口许可的影响，叠加 Manyar 冶炼厂的修缮使得其精矿库存过高，从而被迫降低产出。嘉能可旗下 Collahuasi、Antapaccay 和 KCC 的矿石开采率、品位及回收率均有所降低，但据其季报所述，一季度为该企业全年最低产量季度，后续铜矿产量有较强增长预期，全年指导产量维持不变。英美资源旗下智利矿山产量均有小幅下滑，主要因其矿石品位降低，而 Collahuasi 产量预计将于下半年有明显改善，Los Bronces 铜矿将于 2027 年进入高品位矿区，El Soldado 铜矿除品位下降外仍受到计划检修的影响。整体上，一季度铜矿产量下降主要因为矿山品位降低、计划内检修及 2 月智利停电等计划外的扰动影响。

另外，贡献增量的矿企主要是五矿资源、安托法加斯塔、力拓以及紫金矿业。其中，五矿资源旗下 Las Bambas 第二矿区 Chalcobamba 产量持续增加，而 Khoemacau 铜矿品位也有提升。安托法加斯塔去年一季度因 Los Pelambres 铜精矿管道维修而导致产量基数较低，另外今年该矿山及 Centinela 铜矿的扩建项目表现稳定。力拓旗下 OT 矿产量持续爬升，3 月产量创下历史纪录，而其与必和必拓共同持有的 Escondida 铜矿品位提升导致产出显著增加。紫金矿业旗下 Kamoakakula 及西藏玉龙铜矿产量均有大幅提升。整体上，一季度矿企产量增量主要因此前新扩建矿山的爬产，及部分矿山进入高品位矿区。

图表 2：主要矿企铜精矿季度产量（万吨）

公司名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年合计	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年合计	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024年合计	2025Q1	环比	同比
智利铜业	38.70	39.70	35.20	41.70	144.56	35.17	33.23	35.50	38.50	132.45	31.88	30.92	35.90	45.50	132.84	32.40	-13.10	0.52
自由港	34.61	37.06	35.02	35.56	142.25	31.80	36.79	37.15	38.40	144.14	38.69	36.38	36.97	36.47	148.51	29.21	-7.26	-9.48
南方铜业	21.61	23.61	23.08	24.14	92.44	22.36	22.80	22.70	23.79	91.65	24.07	24.36	25.34	23.95	97.71	24.20	0.25	0.13
第一量子	18.20	18.63	18.93	19.88	75.64	13.12	17.70	21.12	15.38	67.32	9.47	9.35	10.59	10.20	39.61	9.04	-1.16	-0.43
必和必拓	17.10	20.21	18.25	18.75	74.30	17.71	21.70	22.32	22.04	83.77	23.74	26.06	24.84	26.59	101.23	25.70	-0.88	1.96
嘉能可	15.77	16.10	15.07	15.98	62.92	14.25	15.15	14.07	17.40	60.87	14.88	13.32	14.23	13.37	55.80	9.54	-3.83	-5.34
英美资源	12.94	12.52	13.64	23.41	62.51	16.94	20.20	20.18	22.20	79.53	18.97	18.82	17.49	19.26	74.54	16.33	-2.93	-2.64
波兰铜业	14.21	13.81	13.01	12.92	53.95	12.70	13.10	12.93	12.70	51.43	13.55	13.53	13.59	13.45	54.12	13.47	0.02	-0.08
安托法加斯塔	8.70	7.76	12.54	13.43	42.43	9.75	10.52	12.39	13.60	46.26	7.83	9.78	12.36	14.18	44.15	10.58	-3.60	2.75
力拓	12.55	12.64	13.80	13.13	52.12	13.07	13.05	15.51	14.62	56.25	14.01	15.33	15.08	17.98	62.40	16.92	-1.06	2.91
诺里斯克	9.14	11.25	11.32	11.58	43.30	10.86	9.49	10.05	12.14	42.54	10.98	10.88	10.75	10.65	43.25	10.94	0.29	-0.04
五矿资源	7.90	3.23	8.10	7.35	26.58	5.86	8.15	8.18	8.12	30.32	5.74	7.94	10.17	11.66	35.52	10.66	-1.00	4.92
淡水河谷	5.66	5.59	7.43	6.63	25.31	6.70	7.88	8.16	9.91	32.65	8.19	7.86	8.59	10.18	34.82	9.09	-1.09	0.90
紫金矿业	19.36	21.66	22.23	24.48	87.73	24.45	24.78	26.20	25.30	100.73	26.26	25.59	27.09	27.90	106.85	28.76	0.86	2.49
泰克资源	6.70	6.90	6.64	6.54	26.78	5.67	6.43	7.19	10.34	29.63	9.90	11.04	11.45	12.21	44.60	10.61	-1.60	0.71
伦丁矿业	6.51	6.41	6.39	5.66	24.97	6.15	6.01	8.99	10.33	31.48	8.80	7.97	9.99	10.15	36.91	8.39	-1.76	-0.41
巴里克	4.58	5.44	5.58	4.35	19.96	3.99	4.85	5.08	5.08	19.01	4.00	4.30	4.80	6.40	19.50	4.00	-2.40	0.00
哈萨克矿业	8.46	8.37	9.50	9.23	35.56	8.99	9.79	9.50	9.69	37.97	8.98	9.18	9.13	8.93	36.22	8.70	-0.23	-0.28
波利顿	2.77	3.02	2.84	2.31	10.95	2.35	2.26	2.24	2.10	8.95	2.21	2.26	2.36	2.23	9.07	1.88	-0.35	-0.33
顶石矿业	2.10	2.84	3.01	3.08	11.03	2.89	2.77	2.87	3.22	11.75	3.08	3.03	3.64	4.41	14.16	4.60	0.19	1.51
纽蒙特矿业	1.36	1.09	0.73	1.13	4.31	1.18	1.18	1.04	1.04	4.44	3.60	3.80	3.70	4.20	15.30	3.50	-0.70	-0.10
加拿大塔塞科	0.97	0.94	1.28	1.21	4.41	1.13	1.28	1.46	1.55	5.41	1.35	0.91	1.23	1.30	4.78	0.91	-0.39	-0.44
加拿大哈德湾	2.47	2.57	2.45	2.93	10.42	2.26	2.17	4.20	4.55	13.17	3.47	2.86	3.14	4.33	13.79	3.10	-1.23	-0.38
合计	279	289	293	313	1163	272	295	312	325	1195	294	295	312	335	1226	293	-43	-1

数据来源：上市公司财报、中粮期货研究院

根据一季报各矿山的产量结果，结合截至目前全球主要矿山的最新动态，我们重新调整了铜精矿供需平衡表，同时小幅修正了历史数据。对于 2025 年，相较于年初，下调智利产量约 0.3 万吨，主要因 Sierra Gorda 铜矿出现安全事故暂停生产；下调秘鲁产量约 2.3 万吨，主要因 Antapaccay 遭遇堵路（影响时长约 10 天），及 Antamina 发生安全事故导致降负荷运营；下调刚果产量约 12 万吨，主要因艾芬豪与紫金矿业共同持有的卡莫阿-卡库拉铜矿遭遇矿震导致卡库拉地下铜矿暂停开采，预计最快于年末恢复，现仅能生产其已有库存约 12 万吨；下调俄罗斯产量约 10 万吨，因年初考虑贡献 10 万吨增量的 Malmyzhskoye 铜矿爬产进度缓慢；下调印尼产量约 8.5 万吨，主要因其冶炼厂检修叠加出口许可证问题，PTFI 一季度产能负荷降至 60%。

调整后，全年铜精矿产量同比由年初的增加 60 万吨预期下调至仅 29 万吨，增速由前一年的 1.8%下滑至 1.5%，矿端的扰动使得铜精矿供应增速持续放缓。

铜精矿需求方面，国内冶炼厂单月精铜产量保持历史最高水平，海外仅有少数冶炼厂出现减停产现象，全年铜精矿需求维持高增速，较前一年的4%上升至4.7%。由此，在供应端增速持续走缓、需求端增速反而增长的预期下，全年铜精矿供需缺口继续扩大，相较前一年的 43 万吨扩大至 106 万吨，铜矿供需紧张局面愈演愈烈。全年来看，铜矿供应端的潜在扰动仍存，年内供应仍有再度下调的可能，若全球冶炼厂产量持续维持高位，则 TC 价格仍有进一步下行的空间。

图表 3：全球铜精矿供需平衡

单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
铜精矿总产量	1723	1737	1800	1848	1889	1924	1953
产量增速	0.1%	0.8%	3.6%	2.7%	2.2%	1.8%	1.5%
智利	579	573	566	544	525	551	566
秘鲁	246	215	230	240	271	265	272
刚果	149	170	200	245	261	282	280
中国	160	168	182	192	181	184	185
美国	126	123	126	126	120	118	119
澳大利亚	91	85	81	82	79	77	77
俄罗斯	82	88	87	96	97	110	110
蒙古	30	30	31	28	32	37	39
印尼	35	51	73	95	93	105	96
赞比亚 (Kansanshi&Sentinel)	41	42	40	37	32	36	39
铜精矿总需求	1719	1762	1837	1847	1892	1967	2059
需求增速	0.0%	2.5%	4.3%	0.5%	2.4%	4.0%	4.7%
精炼铜总产量	1978	2023	2093	2118	2178	2258	2338
铜精矿供需平衡	3.7	-25.1	-37.2	1.7	-2.3	-43.2	-105.8
铜精矿供需比	1.00	0.99	0.98	1.00	1.00	0.98	0.95

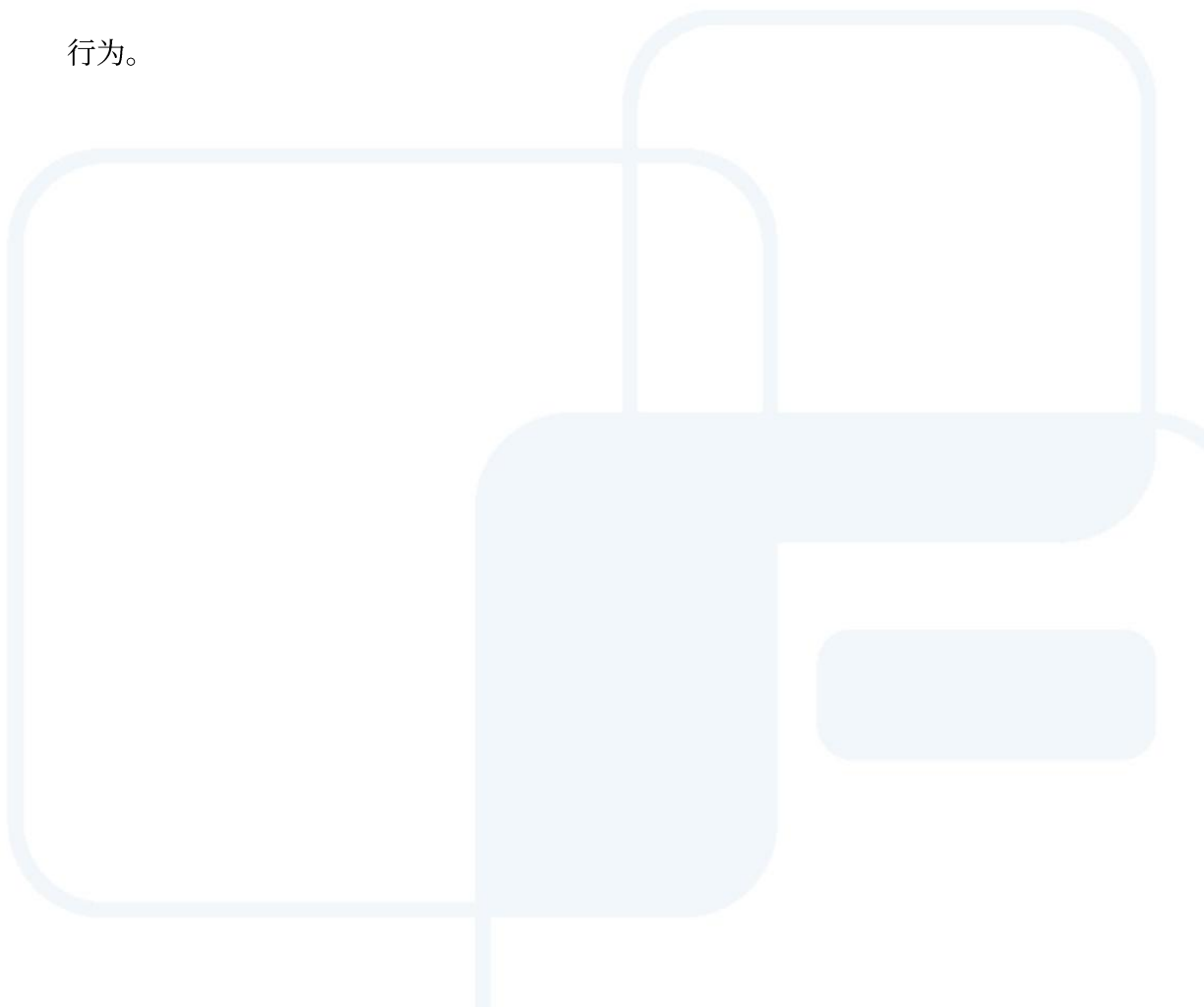
数据来源：Wind、中粮期货研究院

此前我们提到，若要解决铜矿短缺困境，短时间内从供应端着手的难度极大，而从需求端的角度需要冶炼厂降低产能产量从而减少对矿端的需求，但这种方式



亦受制于各企业的宏微观环境及自身盈利能力，短期来看大幅减产的概率同样较低。因此，铜矿缺口持续扩大的预期下，冶炼企业逐步将采购原料转向废铜，采购废铜制粗铜及阳极，以替代日益减少的铜精矿。然而，废铜的供需受制于政策影响及精废价差。今年以来，特朗普的关税预期导致美伦价差走扩，废铜出口优势不再，而原先我国进口废铜中约 20% 来源于美国，这一部分减量使得废铜供应相较往年下滑。同时，今年二季度的精废价差持续收敛，阳极加工利润相对低迷，废铜的价格优势并未体现，冷料的供应相对有限。因此，需持续关注精废价差的走势及进口废铜的表现，若供应仍有潜在增量，则年内国内冶炼厂精铜产量将仍难有明显减量。

综上，在当前矿端存在更大扰动、铜矿供需缺口有持续扩大的预期、TC 将进一步下降的情境下，冶炼厂的原料获取难度加剧，废铜的供应更应成为当下关注的焦点，在某种程度上这将直接决定了全年国内冶炼厂会否出现计划外的减产行为。





中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(Address): 北京市东城区东直门南大街 5 号中青旅大厦 15 层、3 层 305-313 室、4 层 401-402 室

电话(Phone): 400-706-0158

网址(Website): www.zlqh.com



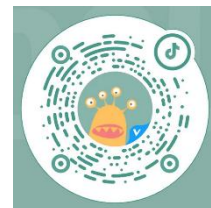
研究院公众号



再读资讯平台



研究院视频号



研究院抖音号

中粮期货研究院介绍

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面。研究院服务中粮期货前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业和机构客户开发、维护和增值服务。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，根据多年来的实践，开发出了极具中粮期货特色的偏差反应研究体系。该体系由情景研析、市场反应、预期偏差三个模块组成，用更高的维度，更多元化的方法，改进传统研究体系，提升研究的深度、广度、应变度。

The COFCO Futures Research Institute is a research department affiliated to COFCO Futures headquarters, responsible for the company's basic research and development work, and its research fields cover macroeconomics, agricultural products, chemicals, metals, building materials, energy and other aspects. The research institute serves the front-office business department of COFCO Futures and the industrial department of COFCO Group, undertakes the responsibility of maintaining the company's brand and enhancing the company's image, and is engaged in the development, maintenance and value-added services of high-end industrial and institutional customers. Relying on the strong spot commodities and futures markets background of COFCO Group, and based on years of practice, the research institute has developed a deviation response research system with the characteristics of COFCO Futures. The system consists of three modules: circumstance analysis, market response, and expected deviation. It uses higher dimensions and more diversified methods to improve the traditional research system and enhance the depth, breadth, and responsiveness of research.



风险提示：

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

法律声明：

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号：证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。