



全球十五大铜矿企业三季度报汇总

非中资海外12家矿企前三季度产量下滑，全球未来新增项目仍然较少

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2025年12月17日

- 分析师：傅鸿浩
- SAC编号：S1050521120004
- 分析师：杜飞
- SAC编号：S1050523070001

研究创造价值

本文总结了智利和秘鲁两个大型产铜国2025年1-9月的月度铜矿项目产量情况，以及12家海外大型铜矿企业和3家中资企业2025年前三季度铜矿产量。

秘鲁产量恢复增长，智利产量仅仅微增：

2025年1-9月智利铜矿产量397.2万金属吨，同比+0.1%，+0.41万吨。虽然保持了2024年的增长势头，但是增量较小，前9个月累计产量增长不足1万吨。而秘鲁在经历了2024年产量罕见下滑之后，2025年前9个月产量恢复增长，**2025年1-9月秘鲁铜矿产量204.8万金属吨，同比+2.58%，+5.67万吨。**

智利的铜矿增长主要来自Escondida项目，Escondida铜矿的产量增长主要是因为选矿厂处理量创下历史新高以及回收率的提升，但是选矿厂给矿品位下降对铜产量增长形成了拖累。秘鲁的铜矿产量增长主要来源于Las Bambas和Toromochu两个大型铜矿的产量增长。同时，智利的Collahuasi铜矿产量因为矿石变复杂以及缺水等问题出现了13.4万吨的下降，以及秘鲁的Antapaccay和Antamina两座铜矿均因为采矿序列变化而导致产量出现了不同程度的下滑。

十二家海外铜矿企业产量同比下滑：

企业方面，15家铜矿企业，2025年前三季度合计铜矿产量932.31万吨，同比+0.36%，+3.34万吨。扣除掉五矿资源、紫金矿业和洛阳钼业之后的12家海外铜矿企业在2025年前三季度合计铜矿产量756.41万吨，同比-2.42%，-18.73万吨。

产量下滑较大的铜矿企业是自由港和嘉能可，前三季度产量同比幅度分别为-13.61%和-17.26%；下滑量级分别为19.6万吨和12.2万吨。自由港产量下滑主要是印尼分部的Grasberg项目在2025年9月发生泥浆涌流事故，发生事故的Grasberg Block Cave矿区仍需要等到2026年Q2才能复产。

而嘉能可则是因为南美的Collahuasi、Antamina和Antapaccay三个铜矿产量下滑较多，主要因素还是因为采矿序列变化，导致采矿品位变低。

增长较大的外资铜矿企业主要是BHP和力拓，前三季度产量增幅分别为5.26%和36.15%。主要是Escondida项目（BHP和力拓均有持股）增长较大，该矿前三季度产量总计为98.98万吨，同比+9.78%，+8.82万吨。主要是因为选矿处理量和回收率的提升，但是也受到矿石品位下降的拖累。而力拓的产量增长主要因为Oyu Tolgoi产量增长，2025前三季度产量24.12万吨，同比+9.26万吨，+62.28%（全口径）。产量增长得益于地下矿区的持续增产，以及按计划提升的原矿品位和相应的回收率提高。

中资企业铜矿产量增速高：

3家中资企业铜矿产量都实现了较大幅度增长。五矿资源、紫金矿业和洛阳钼业前三季度产量分别为38.56、83.00和54.34万吨，分别同比+41.36%、5.14%和14.14%。其中五矿资源季报中给出了各个矿山详细的产量数据，主要增量来自于秘鲁的Las Bambas铜矿，2025年前三季度的Las Bambas铜产量31.35万吨，同比+9.67万吨，+44.61%。

未来新建或扩建项目较少，缺乏大型新铜矿项目：

新项目或扩建项目方面，整体增量较少。Codelco旗下Salvador配套的Rajo Inca项目在2024年12月投产，目前处于爬产周期，将能贡献一定增量。第一量子位于赞比亚的Kansanshi铜矿的S3扩建项目于2025年7月首次投料，8月产出首批精矿，预计能使得Kansanshi项目产能增加至20-25万吨/年。泰克资源的Quebrada Blanca铜矿产量每年仍会爬升，2025年指引为18万吨，而2026年、2027年指引中值分别为21.75、25.75万吨。

更远期的项目包括力拓位于蒙古的Oyu Tolgoi铜矿地下项目，目前处于爬坡阶段，预计到2028年产量提升至50万吨/年，2024年产量为21.5万吨/年，2025年预计能同比增长50%以上。安托法加斯塔的Centinela二期选厂项目2024年4月开始动工，预计2027年投产，将增加17万吨铜产量/年。南方铜业的Tia Maria-Arequipa项目处于早期建设阶段，预计2027年投产，将年产12万吨湿法铜产能。南方铜业的另一个绿地项目 El Pilar位于墨西哥索诺拉州，预计2028年投产，将年产3.6万吨铜。

行业评级及投资策略：

海外大型铜矿企业产量增速较低，且干扰时有发生，未来几年新的大型铜矿较为缺乏，矿端瓶颈将持续约束铜的供应。维持铜行业“**推荐**”投资评级。

1) 美国通胀再度大幅走高；2) 美联储超预期加息；3) 海外铜矿企业投产进度超预期；4) 国内铜矿企业加快新矿开发；5) 全球铜需求恢复不及预期；6) 全球陷入经济危机等。

目录

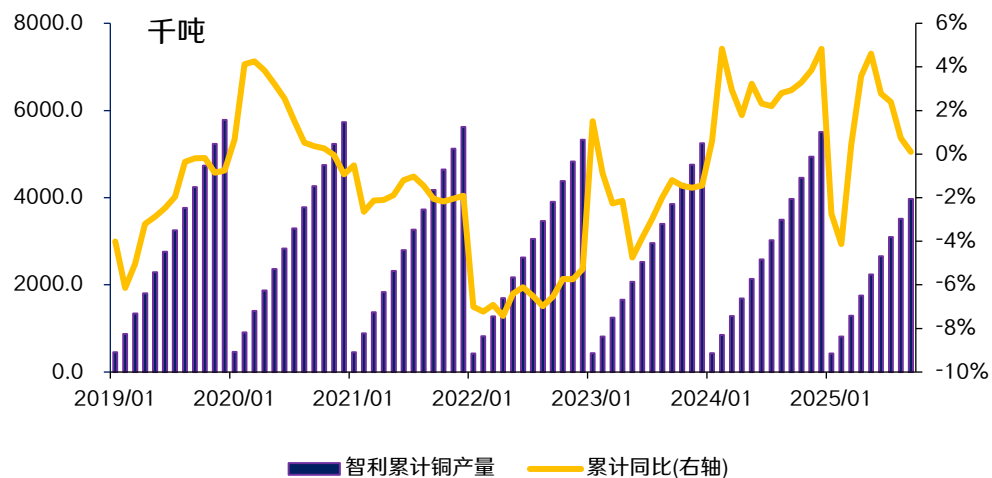
CONTENTS

1. 铜矿主产国供应汇总
2. 海外铜矿企业供应汇总

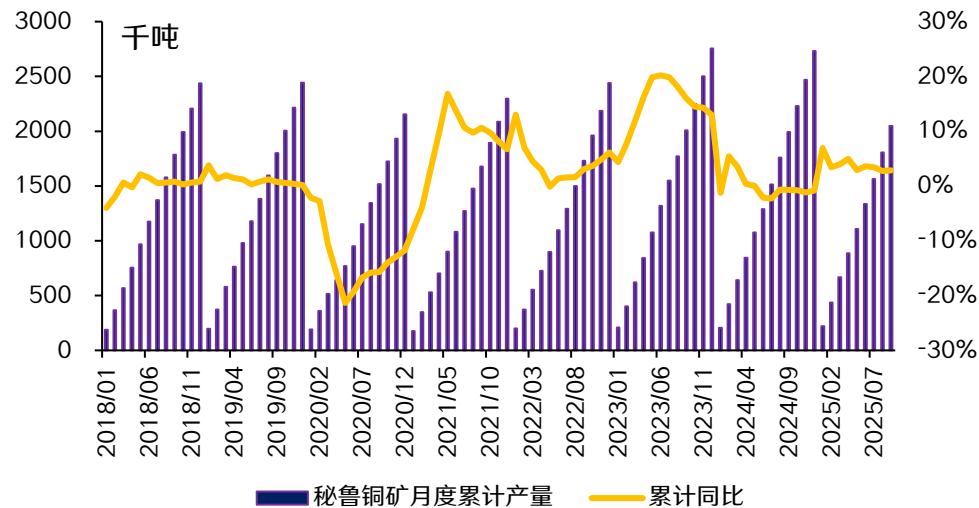
01 铜矿主产国供应 汇总

1.1 秘鲁+智利产量同时恢复增长

智利铜矿产量



秘鲁铜矿产量

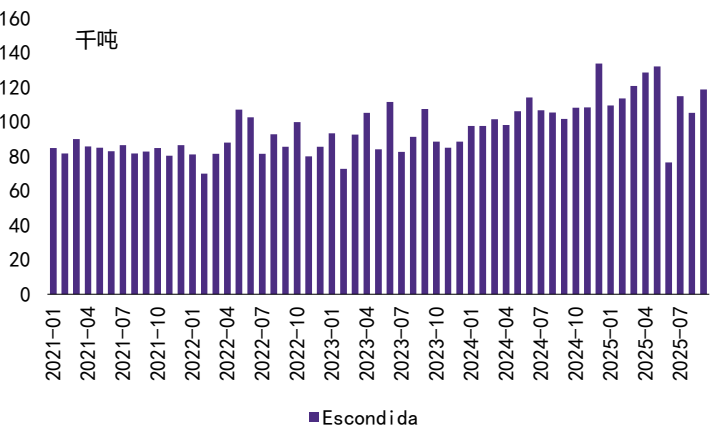


- **智利铜矿产量——增量来自Escondida**：2025年1-9月智利铜矿产量397.2万金属吨，同比+0.1%，+0.41万吨。主要增量来自于Escondida铜矿，2025年1-9月产量为101.9万吨，同比+9.80%（+9.1万吨）；根据上市公司BHP的描述，Escondida铜矿的产量增长主要是因为选矿厂处理量创下历史新高以及回收率的提升，但是选矿厂给矿品位下降对铜产量增长形成了拖累。产量下滑较多的主要是Collahuasi铜矿，2025年1-9月产量29.7万吨，同比-31.1%（-13.4万吨），根据对应上市公司嘉能可的描述，产量下降的原因包括矿山开采顺序调整、水资源限制以及处理了更复杂的矿石（包括来自库存的矿石）。
- **秘鲁铜矿产量——主要增量来自Las Bambas**：2025年1-9月秘鲁铜矿产量204.8万金属吨，同比+2.58%，+5.67万吨。年内秘鲁产量恢复增长，其中产量增幅较大的是Las Bambas铜矿，累计产量为31.35万吨，同比+45.61%，+9.82万吨；此外Toromochoc铜矿产量增幅也较大，1-9月累计产量17.67万吨，累计同比+26.99%，+3.76万吨。产量下滑较大的是Antamina和Antapaccay项目，其中Antamina 1-9月产量为27.46万吨，同比-6.38万吨，-18.85%。Antapaccay的1-9月产量为9.04万吨，同比-1.49万吨，-14.14%。根据相应上市公司嘉能可的描述，Antapaccay铜矿前三季度产量下降较大主要是因为主要是因为Antapaccay采矿序列的变化导致品位降低。

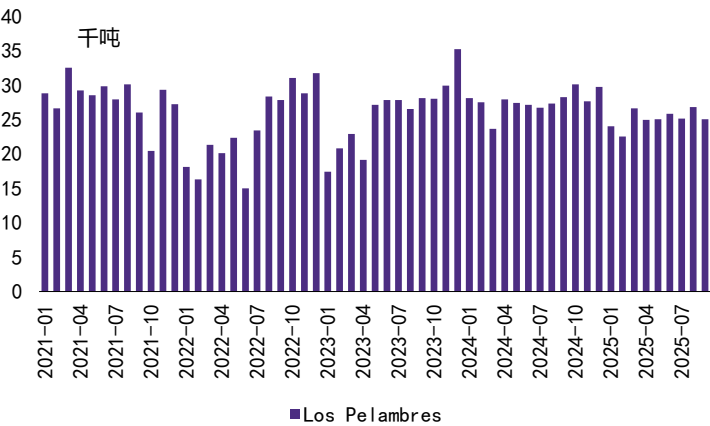
资料来源：智利铜业委员会，秘鲁能源和矿业部，华鑫证券研究

1.2 智利主要铜矿山月度产量

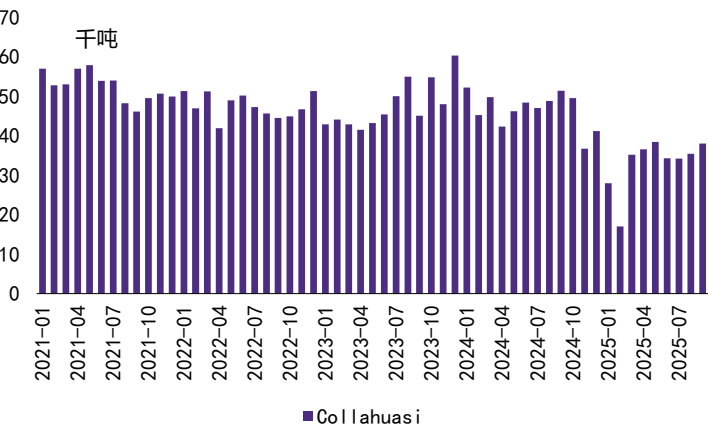
Escondida矿山月度产量



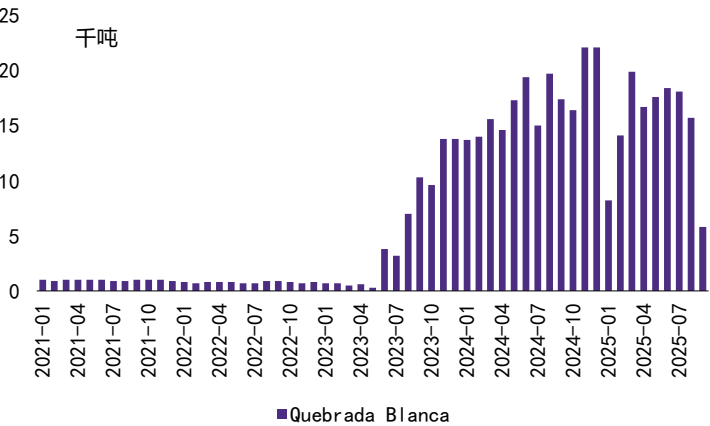
Los Pelambres矿山月度产量



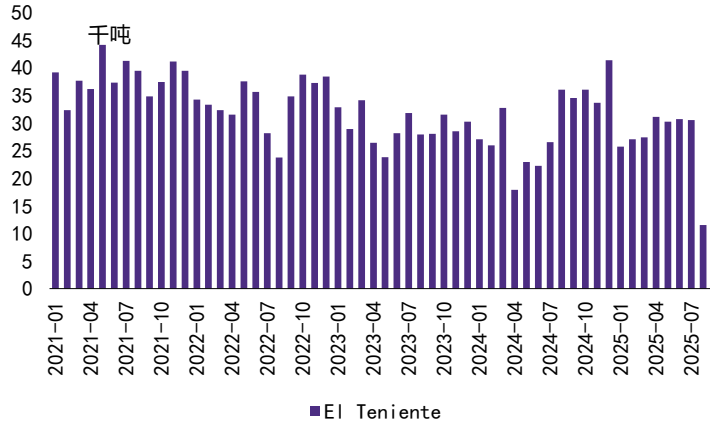
Collahuasi矿山月度产量



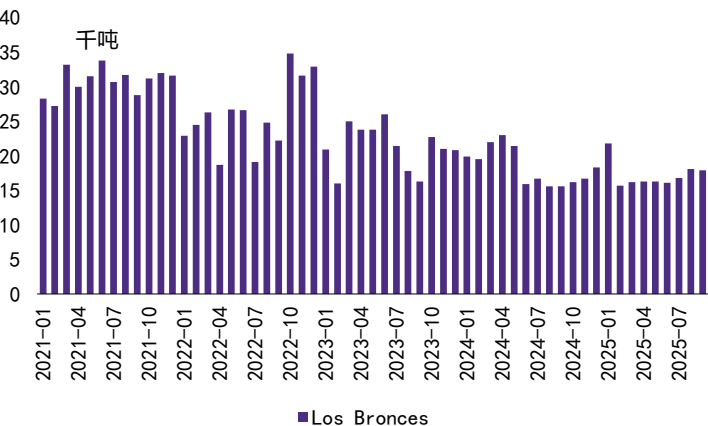
Quebrada Blanca矿山月度产量



El Teniente矿山月度产量



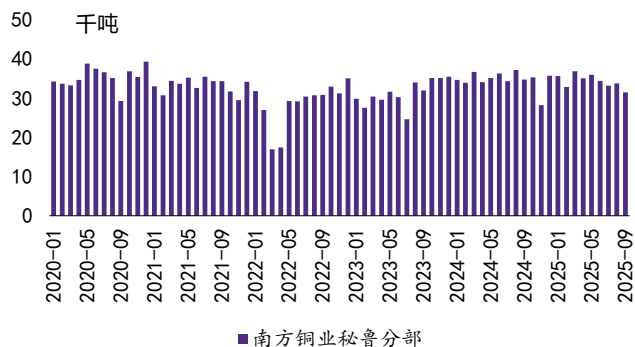
Los Bronces矿山月度产量



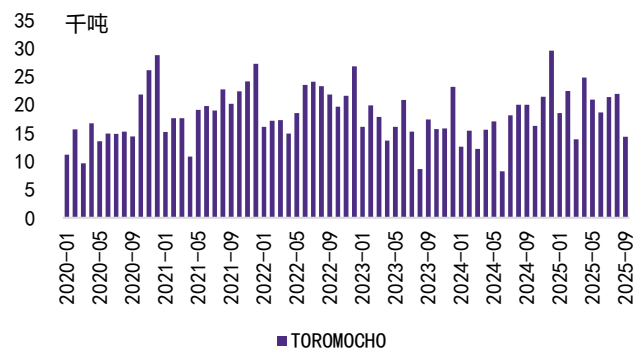
资料来源：智利铜业委员会，华鑫证券研究

1.3 秘鲁主要铜矿山月度产量

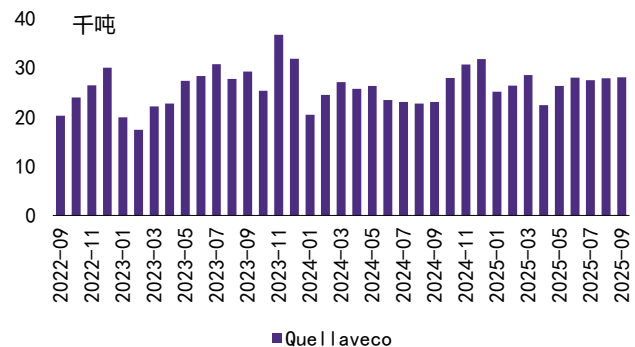
南方铜业秘鲁分部矿山月度产量



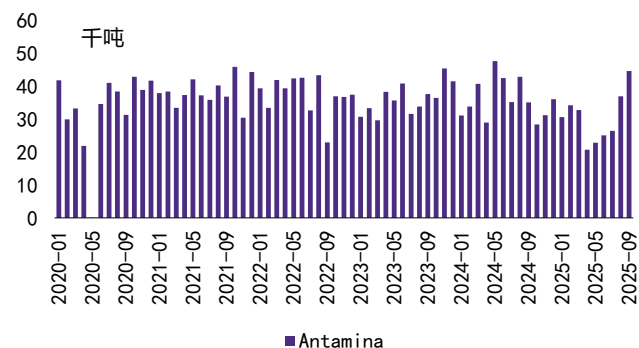
中国铝业Toromocho矿山月度产量



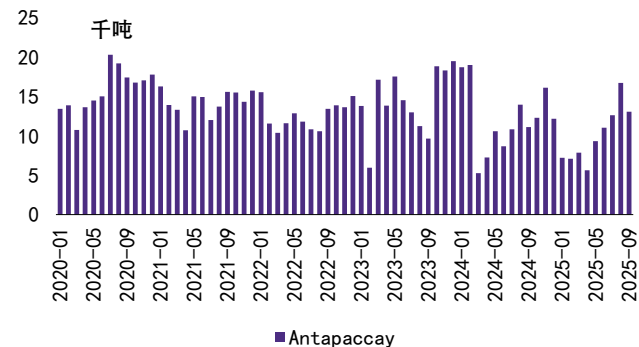
Quellaveco矿山月度产量



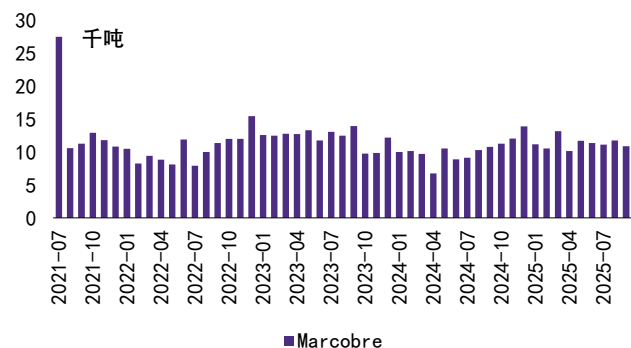
Antamina矿山月度产量



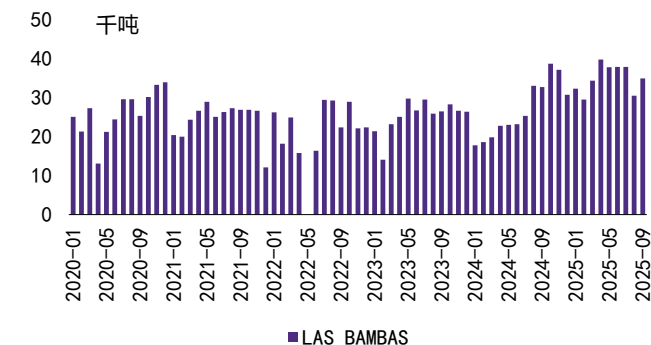
Antapaccay矿山月度产量



Marcobre矿山月度产量



Las Bambas矿山月度产量



资料来源：秘鲁能源和矿业部，华鑫证券研究

02 海外铜矿企业供应汇总

2. 十五大铜矿企业产量汇总

图表：十五大铜矿企业季度产量汇总

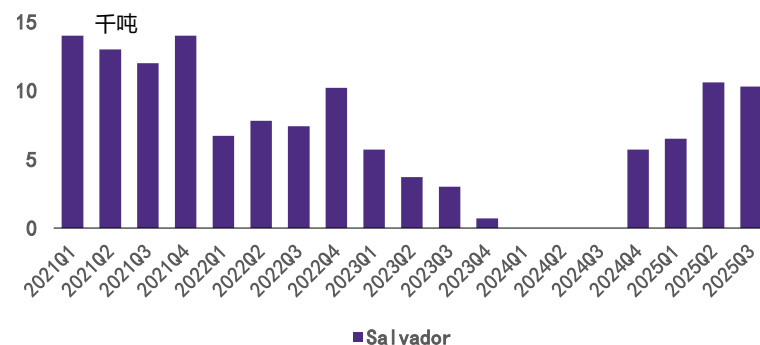
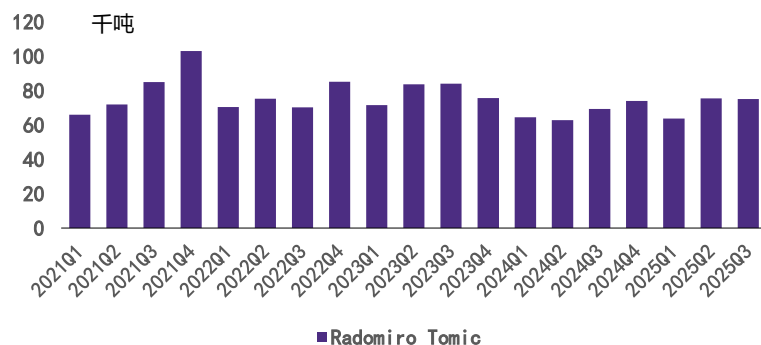
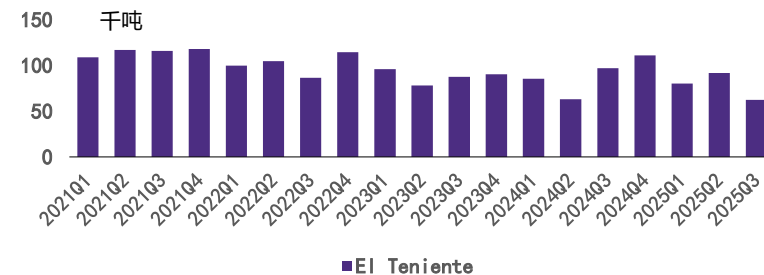
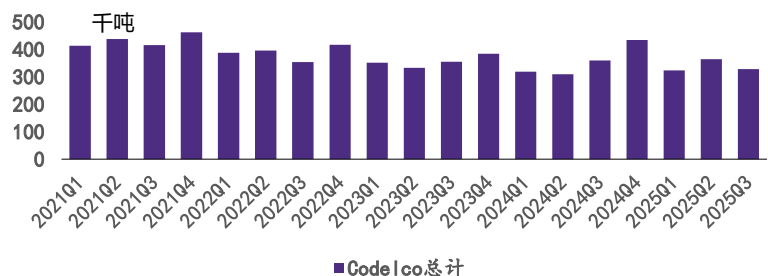
单位：千吨	Codelco	BHP	自由港	嘉能可	第一量子	英美资源	力拓	安托法加斯塔	淡水河谷	伦丁矿业	泰克资源	南方铜业	五矿资源	紫金矿业	洛阳钼业	15个铜矿企业合计	12个海外铜企业合计	3家中资铜企业合计
2020Q1		425.30	331.58	293.30	195.29	147.10	70.20	194.00	94.50	62.17	70.57	251.28	91.91	102.59	49.79			
2020Q2		413.90	347.91	294.80	169.06	166.80	72.90	177.70	84.50	64.45	59.19	258.45	77.03	101.97	55.11			
2020Q3		413.20	382.83	346.60	211.40	165.70	71.10	169.50	87.60	61.33	67.84	258.04	102.47	101.91	57.02			
2020Q4		428.10	391.90	323.40	203.17	167.80	75.57	192.70	93.60	42.82	78.16	265.92	113.16	100.05	47.67			
2021Q1	413.50	391.40	412.77	301.20	205.05	160.30	78.55	183.00	76.80	57.35	71.71	239.09	77.33	126.80	55.34	2850.18	2590.72	259.47
2021Q2	437.50	403.00	414.13	296.80	199.69	169.70	70.39	178.50	73.50	63.46	72.23	240.77	93.31	113.82	54.47	2881.27	2619.67	261.60
2021Q3	415.00	376.50	447.70	297.50	209.86	156.50	84.86	181.20	69.30	65.08	70.73	247.40	91.20	167.49	60.11	2940.42	2621.63	318.80
2021Q4	462.00	365.50	468.56	300.20	201.82	160.70	88.48	179.00	78.50	77.00	72.73	238.21	77.01	176.05	62.74	3008.50	2692.70	315.81
2022Q1	387.30	369.70	457.67	257.80	182.03	139.50	77.53	138.80	56.60	65.08	67.05	216.11	79.06	193.63	67.63	2755.50	2415.18	340.32
2022Q2	395.70	461.80	487.61	252.40	192.67	133.90	64.33	129.70	55.90	64.10	71.41	236.11	44.51	216.56	69.02	2875.71	2545.62	330.09
2022Q3	353.20	410.10	478.99	260.30	194.97	146.80	87.10	181.90	74.30	63.93	66.63	230.79	95.60	222.31	67.68	2934.60	2549.01	385.59
2022Q4	416.50	424.30	485.34	287.60	206.01	244.30	79.72	195.60	66.30	56.55	65.45	241.44	85.88	231.87	72.66	3159.51	2769.10	390.41
2023Q1	351.70	405.90	437.72	244.10	138.75	178.10	72.88	145.80	67.00	61.46	56.80	223.57	68.95	244.47	68.03	2765.24	2383.78	381.46
2023Q2	332.50	476.20	483.98	243.90	187.18	209.10	67.68	149.60	78.75	60.06	64.35	228.06	92.85	242.54	71.03	2987.77	2581.35	406.42
2023Q3	355.30	457.00	492.15	247.80	221.55	209.10	90.78	173.70	81.60	89.94	71.88	227.01	94.05	262.01	117.35	3191.22	2717.81	473.41
2023Q4	384.30	437.40	496.68	274.30	160.20	229.90	88.41	191.50	99.00	103.34	103.37	234.10	91.41	253.04	133.30	3280.25	2802.49	477.76
2024Q1	318.70	465.80	492.15	239.70	100.61	198.10	78.56	129.40	81.90	88.01	99.02	240.22	67.13	262.65	147.49	3009.44	2532.17	477.27
2024Q2	309.50	504.80	470.38	222.90	102.71	195.70	84.88	155.30	78.60	79.71	110.38	242.47	90.97	255.92	166.31	3070.53	2557.32	513.20
2024Q3	359.20	476.30	477.63	242.60	116.09	181.30	77.40	179.00	85.80	99.90	114.49	252.22	114.66	270.89	162.25	3209.73	2661.93	547.80
2024Q4	433.80	510.70	472.19	246.40	111.60	197.50	97.56	200.30	102.00	101.49	122.06	238.92	126.99	280.54	173.95	3416.01	2834.52	581.49
2025Q1	324.00	513.20	393.72	167.90	99.70	168.90	92.70	154.80	90.90	83.87	106.18	240.22	118.21	287.57	170.57	3012.45	2436.09	576.36
2025Q2	364.80	516.20	436.81	176.00	91.07	173.30	127.50	160.20	92.60	92.32	109.13	239.00	140.34	279.33	183.00	3181.59	2578.92	602.67
2025Q3	327.70	493.60	413.68	239.60	104.63	183.50	107.70	161.70	90.70	87.35	104.07	234.87	127.03	263.10	189.80	3129.02	2549.09	579.93
2025Q1-Q3产量	1016.50	1523.00	1244.21	583.50	295.40	525.70	327.90	476.70	274.20	263.55	319.37	714.09	385.58	830.00	543.37	9323.06	7564.10	1758.95
2025Q1-Q3产量 同比绝对值	29.1	76.1	-196.0	-121.7	-24.0	-49.4	87.1	13.0	27.9	-4.1	-4.5	-20.8	112.8	40.5	67.3	33.4	-187.3	220.68
同比幅度	2.95%	5.26%	-13.61%	-17.26%	-7.52%	-8.59%	36.15%	2.80%	11.33%	-1.52%	-1.40%	-2.83%	41.36%	5.14%	14.14%	0.36%	-2.42%	14.35%

注：力拓和BHP对于Escondida的统计口径有重复，因此汇总表扣除力拓的Escondida产量。

资料来源：各个公司公告，华鑫证券研究

2.1 Codelco季度产量汇总：2025年前三个季度产量增长

Codelco各个矿山季度产量

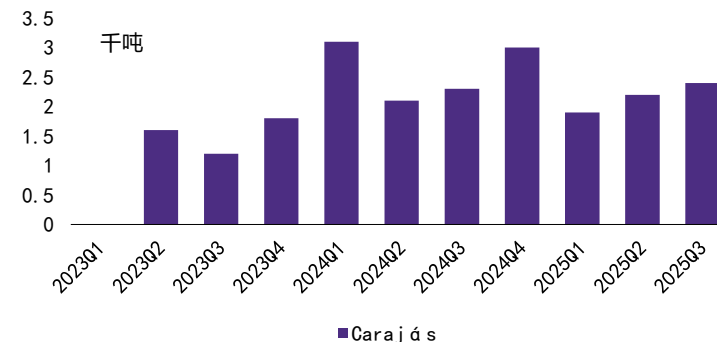
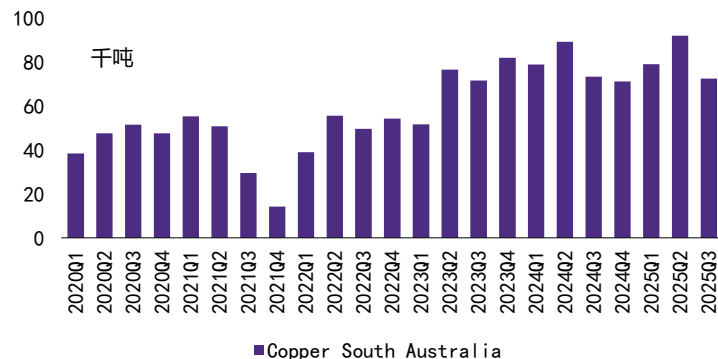
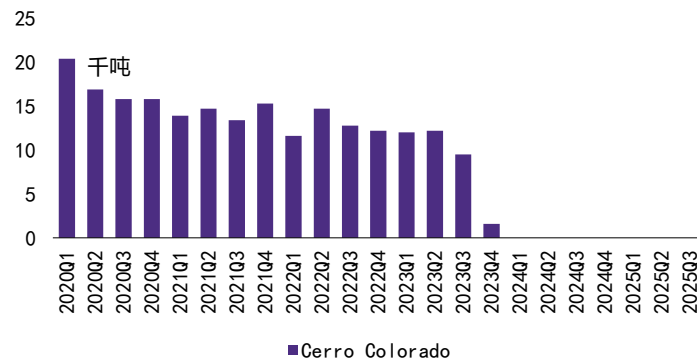
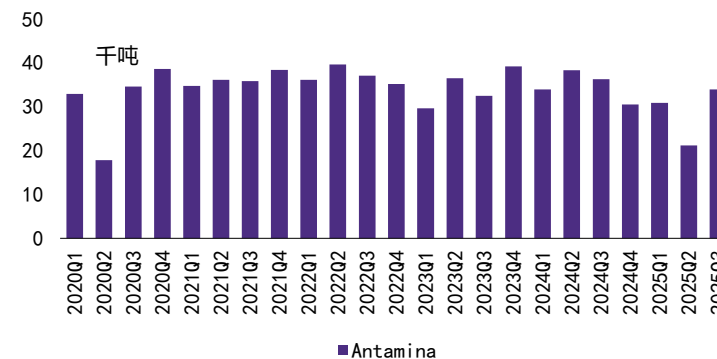
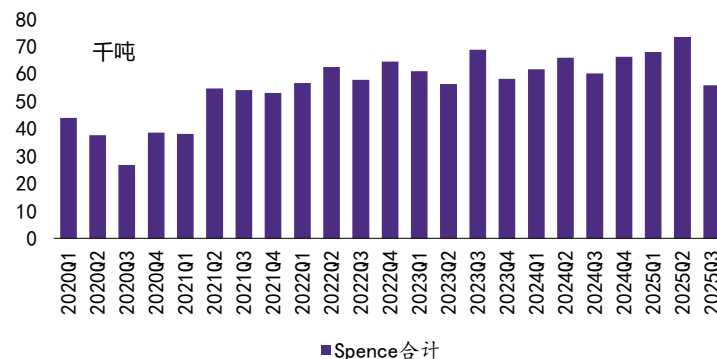
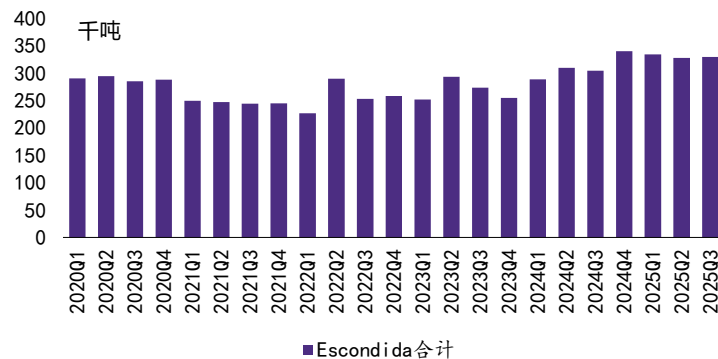


- Codelco 2025前三季度产量101.63万吨，同比+2.93%，+2.89万吨。
- **Ministro Hales产量显著增长。** Ministro Hales 2025年前三季度产量10.53万吨，同比+4.06吨，+62.75%。该增长主要得益于该分部持续进行的运营优化：当前有两个采矿阶段正在运营，第三个阶段也在开发中（去年仅有一个阶段），这显著增强了运营灵活性。同时，在上次滑坡事件后，矿山生产状况持续稳定，使得矿区能够更稳定地获取高品位矿石，并提高了选矿回收率。
- **El Teniente发生矿难，Q3产量下降较多。** 2025年前三季度产量为23.43万吨，同比-1.12万吨，-4.56%。其中第三季度产量6.23万吨，同比-3.47万吨，-35.77%。这反映了7月31日造成六名工人不幸罹难的地震事件对生产造成了严重影响。根据最新评估，受该事件影响，该分部预计全年产量将较6月30日发布的2025年原定目标少约4.8万吨。
- **Radomiro Tomic分部产量提升。** 2025前三季度产量21.42万吨，同比+1.77万吨，+9.01%。这主要得益于充足的硫化矿供应以及对Chuquicamata选矿厂供料情况优化。这一协同举措表明Codelco为最大化价值而在各分部间调配资源的运营灵活性。
- **Salvador分部处于产量爬坡阶段。** Salvador 2025前三季度产量2.74万吨。Rajo Inca矿区从2024年12月开始爬产，上半年爬产略有影响，国内公司预计2025年下半年能达到满产状态。
- **Gabriela Mistral和Andina分部产量有所下滑。** 2025前三季度Gabriela Mistral和Andina铜矿同比分别下降1.82、1.21万吨。Gabriela Mistral产量下滑主要原因是矿石品位下降和回收率降低，这与该矿山的老化趋势和生产计划相符。Andina分部，尽管露天矿的矿石处理量有所增加，但由于矿石品位下降（符合生产计划预期），最终产量也出现下滑。

资料来源：Codelco公司公告，华鑫证券研究

2.2 BHP供应汇总：2025前三季度Escondida和Spence产量均有增长

BHP各个矿山季度产量

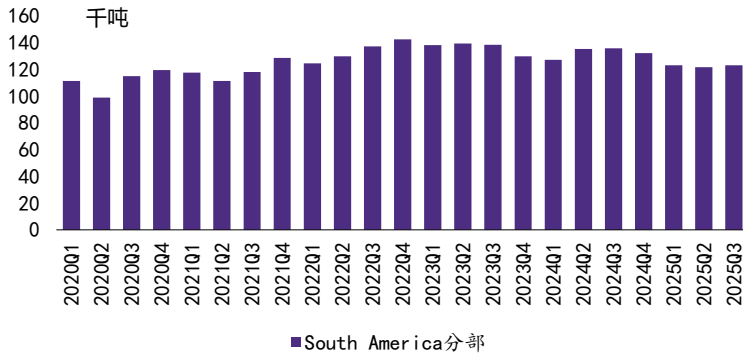
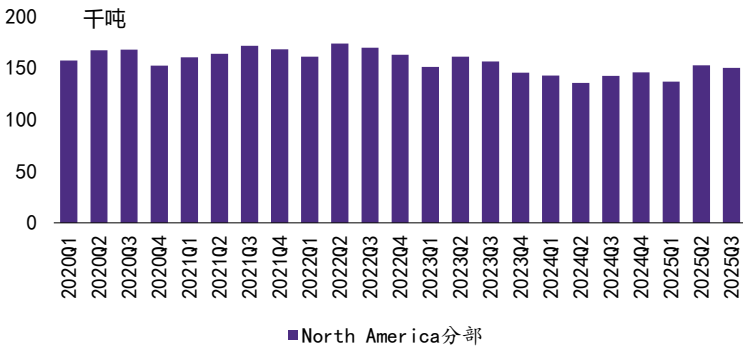
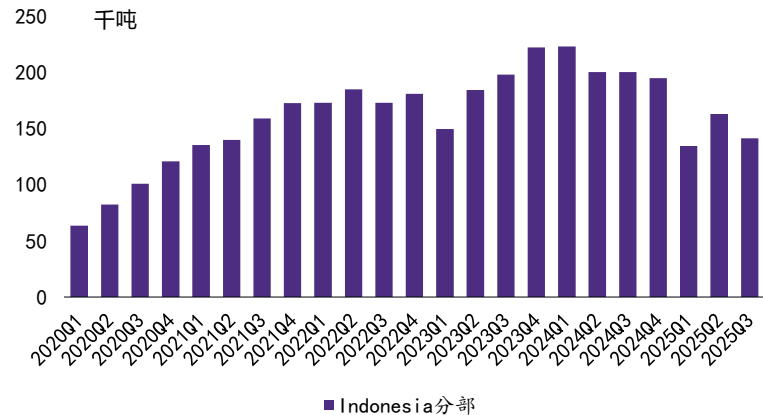
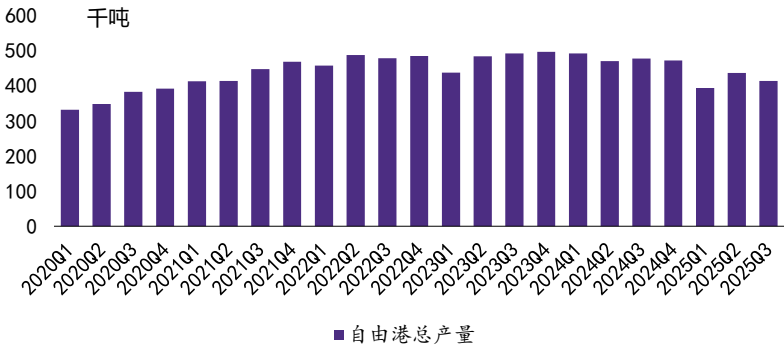


- BHP 2025年前三季度总产量152.3万吨，同比+5.27%，+7.63万吨。
- Escondida铜矿产量增长。Escondida在2025前三季度产量总计为98.98万吨，同比+9.78%，+8.82万吨。产量增长主要得益于选矿厂处理量创下历史新高以及回收率的提升，但部分增幅被选矿厂给矿品位下降所抵消。随着Full SaL浸出项目的持续产能爬升，阴极铜产量相应提高。
- Spence铜矿产量增长。Spence在2025前三季度产量总计为19.71万吨，同比+5.06%，+9.50万吨。虽然前三季度产量整体增长，但是Q3单季度出现同比下滑7%，产量下降主要源于阴极铜产量的减少，过渡期使用的库存原料品位低有关系。Spence项目在2026财年的产量指引保持在23-25万吨不变。
- 南澳大利亚分部整体产量平稳。Copper South Australia在2025前三季度产量总计24.38万吨，同比+0.87%，+0.21万吨。产量保持稳定，这主要得益于奥林匹克坝和prominet Hill 矿区采矿效率的提升，以及冶炼厂和精炼厂强劲的处理量，抵消了矿石品位下降的影响。公司已顺利完成奥林匹克坝矿区地下物料运输系统、选矿厂和精炼厂的计划性大型维护工作，并持续推进卡拉帕特纳矿区HydroFloat技术的整合应用。南澳铜矿 2026 财年的产量指导目标仍在在31万至34万吨之间，且产量将集中在下半年实现。

资料来源：BHP公司公告，华鑫证券研究

2.3 自由港供应汇总：印尼Grasberg铜矿发生矿难，2025-2026年产量受损严重

自由港各个矿山季度产量



- 2025年自由港公司前三季度总产量为124.42万吨，同比-13.61%，-19.60万吨。
- 北美分部产量爬升：2025年前三季度北美分部铜矿总产量为43.86万吨，同比+1.91万吨，+4.54%。产量提升主要得益于选矿率和矿石品位的提升。同时，公司正规划北美地区的产能扩建，公司拥有与现有业务相关的大量储备资源及未来内生增长机遇，目前正在推进若干计划，旨在实现美国铜业务未来的显著增长。目前正在规划的项目位于亚利桑那州西北部的Bagdad矿区。依托其超过80年的丰厚储备寿命，这一扩建将使该矿场的采矿能力提升一倍以上，为扩大运营提供长期保障。
- 南美分部：南美分部2025年前三季度总产量为36.74万吨，同比-3.04万吨，-7.64%。南美业务体系涵盖露天开采、硫化矿选矿、浸出及溶剂萃取-电积工艺全流程。所生产的铜精矿与阴极铜均通过长期合约销售，其中部分铜精矿供应至大西洋铜业公司。除主产品铜之外，Cerro Verde矿还副产钼精矿与白银。在智利的El Abra，公司已完成大量钻探与评估工作，确认了一个具备开发潜力的大型硫化物矿产资源。基于此，估算显示该资源量可回收铜约200亿磅，预计可支撑一个使年产量提升7.5亿磅的磨矿项目。
- 印尼分部：2025年印尼分部前三季度总产量为43.82万吨，同比-1.85万吨，幅度为-29.64%。通过多年投资建设，PTFI已在格拉斯伯格矿区成功投产三大地下矿山（Grasberg Block Cave、DMLZ矿与Big Gossan矿），并完成配套选矿设施的扩建。在正常运营状态下，PTFI地下矿山年产量约达17亿磅铜及140万盎司黄金，是全球生产成本最低的矿业运营体系之一。2025年9月8日，PTFI公司遭遇了一起泥浆涌流事故，这在格拉斯伯格矿区数十年来的块状崩落法采矿史中前所未有。在事故发生后，采矿作业暂时中止。公司也是在Q3季报里面表示Q4印尼分布几乎没有铜和金的销售。根据公司在2025年11月18日公布的最新公告来看，DMLZ矿区和Big Gossan矿在10月底已经复产，而Grasberg Block Cave矿区需要等到2026年Q2才能重启复产。根据公司的最新指引，印尼分部Grasberg铜矿2026-2029年铜产量将分别为45.4、72.6、72.6、72.6万吨。

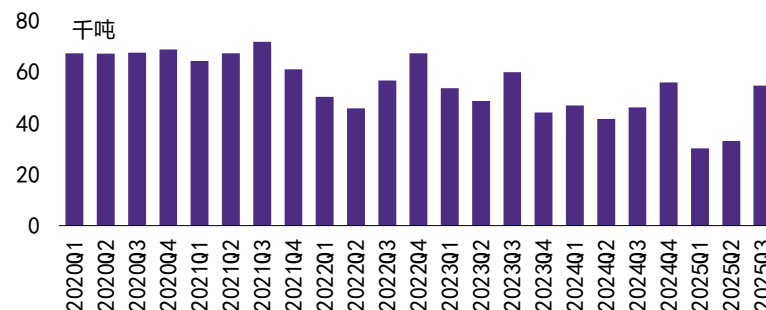
资料来源：自由港公司公告，华鑫证券研究

2.4 嘉能可供应汇总：2025年前三季度产量下滑12.17万吨

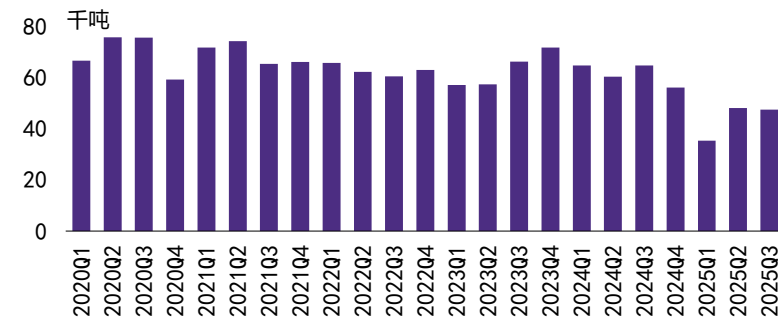
嘉能可各个矿山季度产量



■ 嘉能可总铜产量



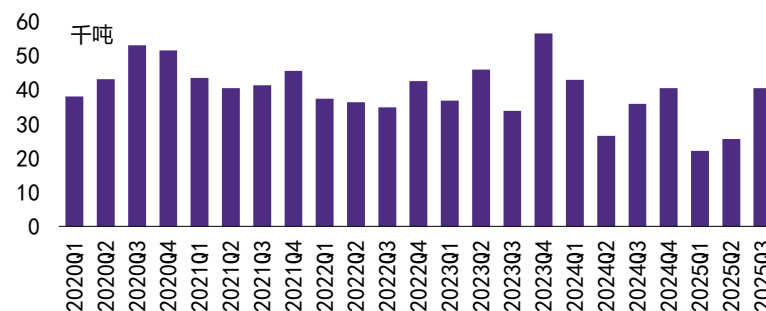
■ Katanga



■ Collahuasi



■ Antamina



■ Antapaccay精矿



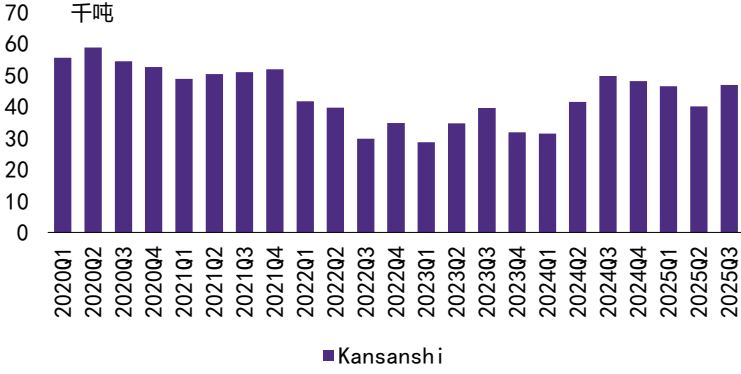
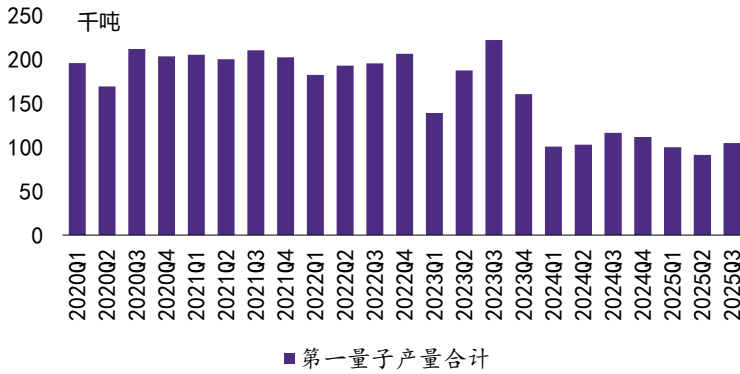
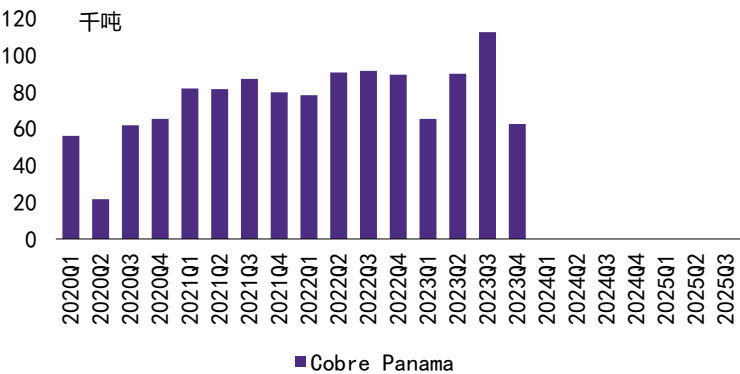
■ Lomas Bayas

- 嘉能可2025年前三季度产量58.35万吨，同比-17.26%，-12.17万吨。
- 非洲分部产量上升。2025年前三季度非洲分部（Katanga+Mutanda）产量合计为15.39万吨，同比-0.18万吨（-1.16%）。其中Katanga前三季度产量11.79万吨，同比-1.68万吨，-12.47%，之前的产量下降主要是因为KCC的品位和回收率较低。Mutanda铜矿前三季度产量则为3.6万吨，同比+1.5万吨（+71.43%）。
- 南美区域产量减少（包含Collahuasi, Antamina和南美分部板块）。Collahuasi（智利）2025年前三季度产量为13.07万吨，同比-5.9万吨（-31.1%）。产量下降的原因包括矿山开采顺序调整、水资源限制以及处理更复杂的矿石（包括来自库存的矿石）。随着2025年第三季度新海水淡化厂的分阶段投产，用水限制开始缓解，预计到2026年该厂达到满负荷运营能力后，用水情况将恢复正常。Antamina（秘鲁）2025年前三季度产量为9万吨，同比-2.34万吨（-20.63%）。产量下降主要源于预期的开采顺序调整，导致矿石铜品位降低而锌品位升高。但2025年第三季度的铜产量较2025年第二季度增长52%，这是因为在影响2025年第二季度产量的安全停工事件后，生产得以恢复并逐步提升。
- 南美分部板块（包含Antapaccay, Lomas Bayas两个项目）Q3产量回升。南美分部总产量（Antapaccay + Lomas Bayas）2025前三季度产量为13.41万吨，同比-2.60万吨（-16.24%），产量下降主要是因为Antapaccay采矿序列的变化导致品位降低，同时Lomas Bayas矿产能受到缺酸，缺水的影响。同时Q3产量环比Q2增长42%，产量增长的主要原因是矿石品位有所提升。此外，Antapaccay的浸出产线在本季度重新启动，额外生产了1900吨阴极铜。

资料来源：嘉能可公司公告，华鑫证券研究

2.5 第一量子供应汇总：2025前三季的产量小幅下滑，Cobre Panama仍处于维护状态

第一量子各个矿山季度产量

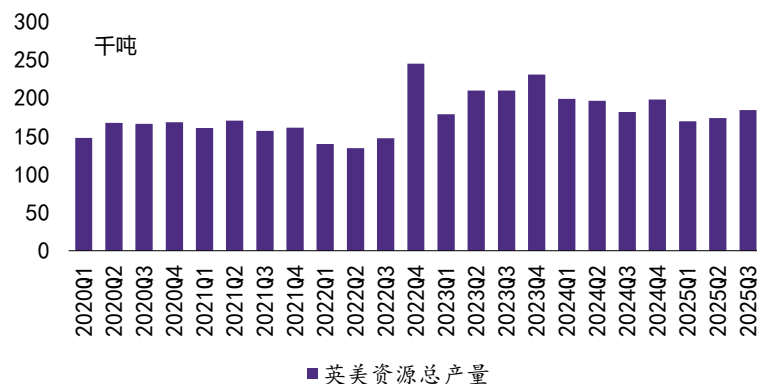
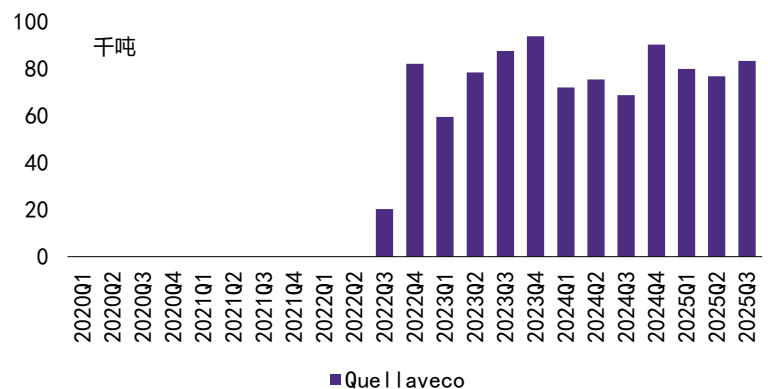
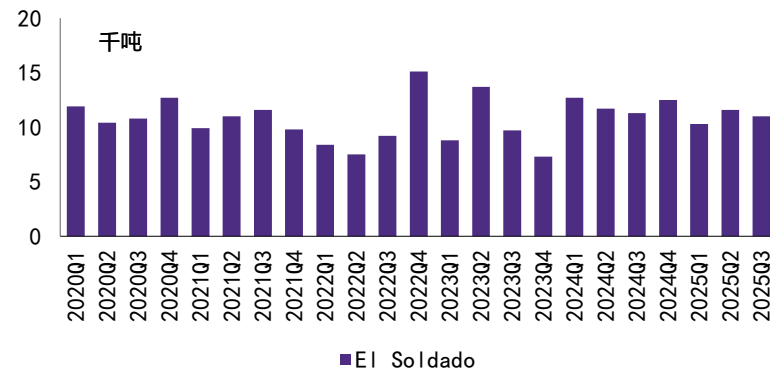
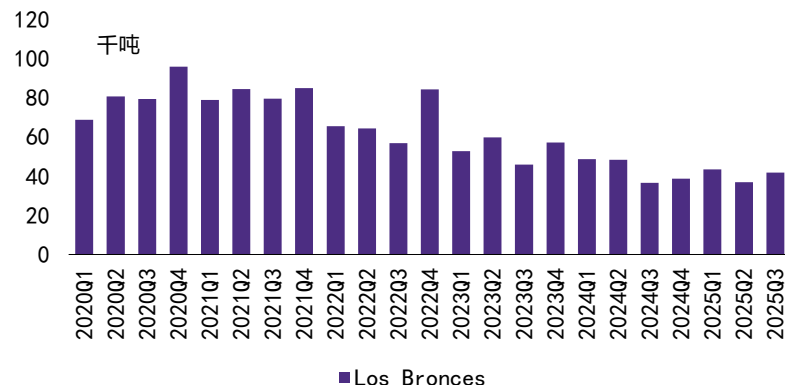
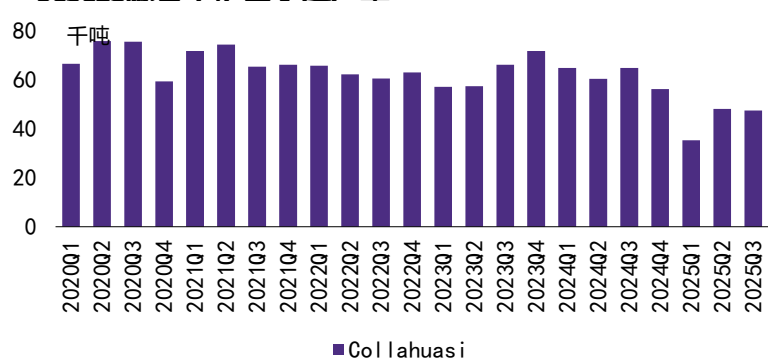


- **Kansanshi**：2025前三季度铜产量为13.35万吨，同比+1.07万吨，+8.74%。Kansanshi S3扩建项目已成功从调试阶段转入初期运营，7月首次投料，8月产出首批精矿。项目目前按计划推进，现正处于产能爬坡阶段，且有望低于原预算完工。本季度，Kansanshi S3扩建项目贡献铜产量0.6万吨。
- **Sentinel**产量下降，2025前三季度铜产量为14.08万吨，同比-3.34万吨，-19.19%。产量下降主要原因是矿石品位和回收率下降，但处理量的提升在一定程度上缓解了由此造成的减产影响。
- **Cobre Panamá最新动态**：仍处于“维护与安全管理阶段”（P&SM），生产保持暂停状态。2025年5月30日，巴拿马政府（GOP）通过工商部（MICI）批准并正式下达了P&SM计划的执行指令。P&SM 批准了出口122,520千吨铜精矿，在第二季度末进行首次装运后，其余精矿在 2025 年第三季度出口。精矿销售所得将用于资助 P&SM 的活动。执行P&SM计划还包括燃料进口以及巴拿马铜热电厂（“电厂”）的重启。公司已开始电厂的试运行前调试，并在重启前将专家调派至现场，预计重启时间为2025年第四季度。
- **第一量子2025前三季度总产量29.54万吨，同比-2.40万吨，-7.52%。**

资料来源：第一量子公司公告，华鑫证券研究

2.6 英美资源供应汇总：2025第三季度产量回升，主因Quellaveco和Los Bronces生产稳定

英美资源各个矿山季度产量



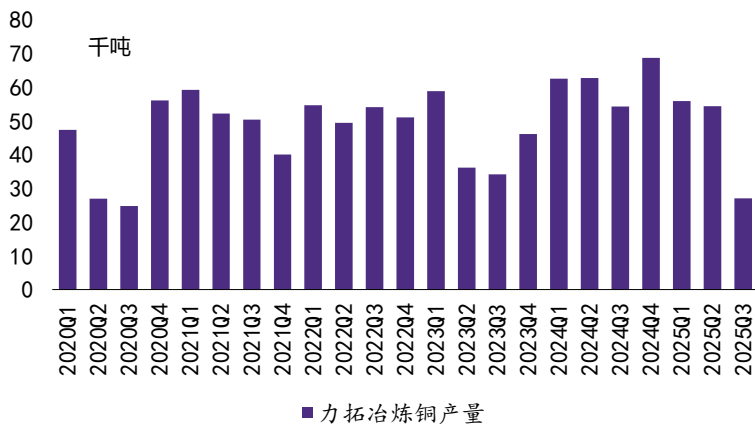
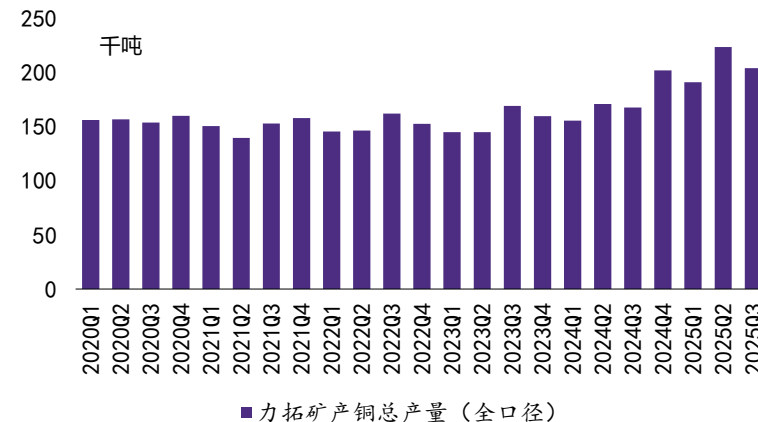
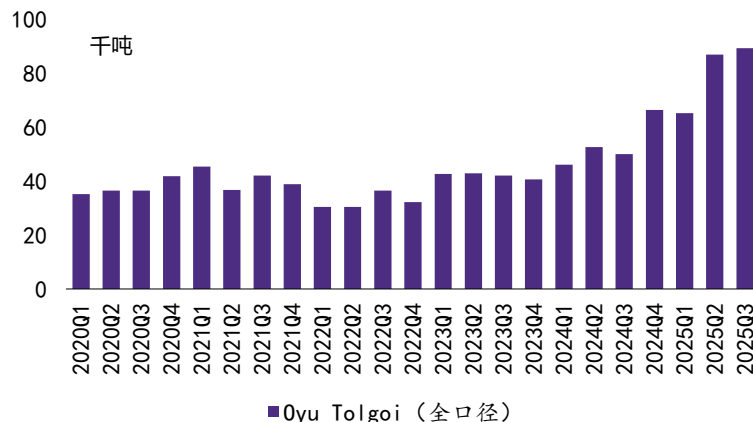
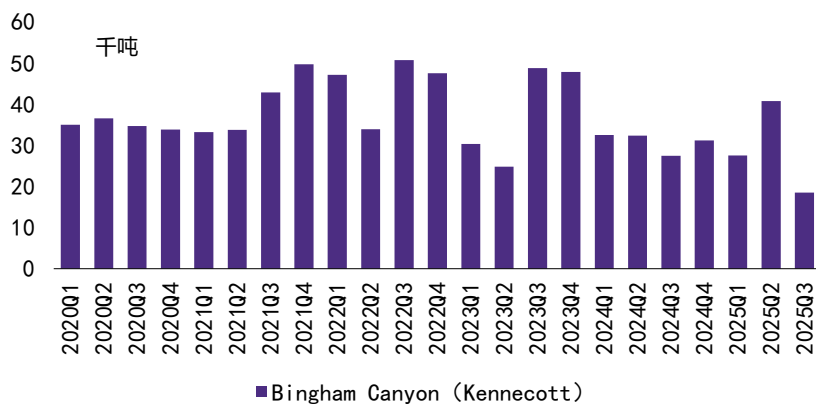
- ▶ 英美资源2025前三季度铜总产量为52.57万吨，同比-4.94万吨，-8.59%。其中Q3产量为18.35万吨，环比+6%，同比+1%。Q3产量小幅提升主要得益于Quellaveco 矿区的产量提升以及Los Bronces矿区的稳定表现，尽管Collahuasi有所减产，公司整体产量仍呈季度上升状态。

- ▶ 智利区域（Collahuasi、Los Bronces和El Soldado）
- ▶ Los Bronces铜矿2025前三季度矿产量12.21万吨，同比-1.16万吨，-8.68%。其中Q3产量增长14%至4.18万吨，这主要得益于矿山计划的高执行率、矿石品位提升（0.50%对比0.44%）、选厂性能与回收率的改善。随着Donoso2矿区开发进度超前，矿区现可更大范围开采更高品位、更软质矿石，Los Bronces的开采灵活性持续增强。Donoso2矿区预计将于2027年初全面完成开发。
- ▶ Collahuasi铜矿2025年前三季度铜产量为13.08万吨（权益产量），同比-5.89万吨，下滑幅度-31.05%。产量下滑因为矿石品位下降（从1.20%降至0.92%），以及库存矿石氧化程度超预期对铜回收率的影响。随着Collahuasi开始通过新建海水淡化厂的管道基础设施接收超滤海水，本季度选矿厂处理量已实现环比提升。该海水淡化厂预计将于2026年上半年全面投入运营。预计2025年第四季度产量将受益于矿石品位的提升。
- ▶ El Soldado铜矿2025前三季度产量为3.29万吨，同比-0.28万吨，下滑幅度7.84%。这是因为目前该矿区处于采矿阶段的过渡期间，正在处理低品位库存矿石，从而导致的计划内矿石品位下降。
- ▶ 秘鲁区域（Quellaveco）2025前三季度产量23.99万吨，同比+2.39万吨，增长11.06%。这主要得益于选矿厂的强劲表现，不仅提升了回收率和处理量，同时本季度也进入更高品位矿段的开采阶段。按计划，该矿2025年预计将保持与2024年相近的平均品位，但第四季度矿石品位预计将有所下降。

资料来源：英美资源公司公告，华鑫证券研究

2.7 力拓供应汇总：Oyu Tolgoi铜矿成为公司产量增长的驱动引擎

力拓各个矿山季度产量



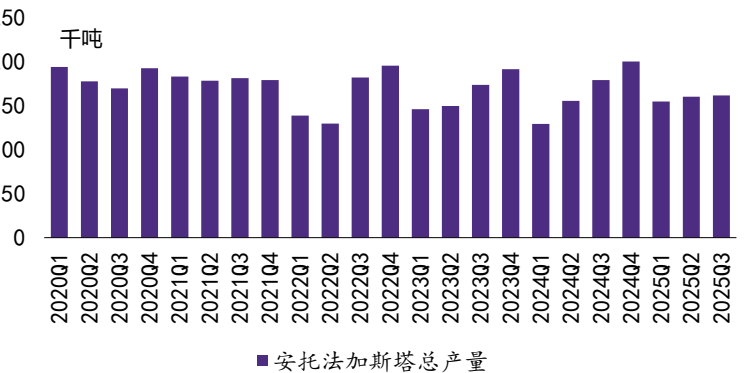
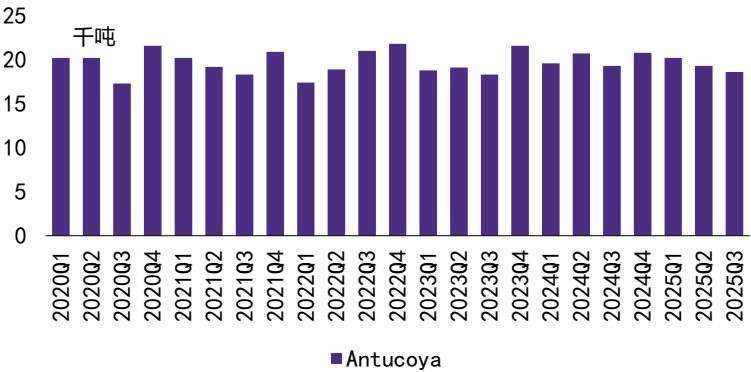
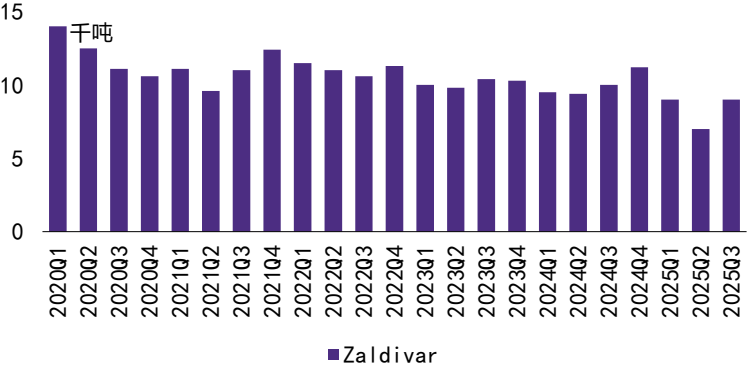
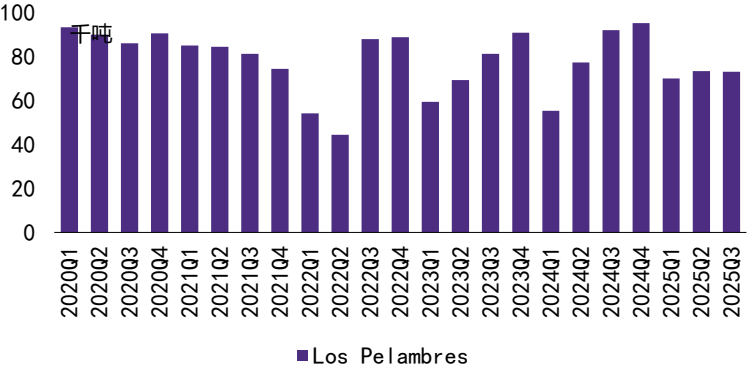
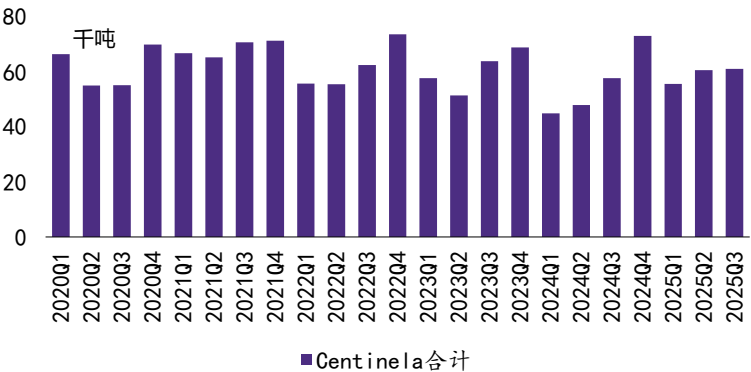
- Escondida：力拓占有30%权益，2025前三季度权益产量29.18万吨，同比+3.78万吨，+14.88%。精矿产量略有增加，这主要得益于选矿厂性能提升及回收率提高，Full Sal项目的产能提升，带动精炼铜产量大幅增长。
- Oyu Tolgoi：2025前三季度产量24.12万吨，同比+9.26万吨，+62.28%（全口径）。尽管选矿厂在9月按计划进行了停产检修（为优化生产时序而提前），Oyu Tolgoi再次实现了创纪录的季度铜产量。产量增长得益于地下矿区的持续增产，以及按计划提升的原矿品位和相应的回收率提高。公司预计2025年Oyu Tolgoi铜矿产量同比增长将超过50%。项目增产进程按计划推进，预计从2028年到2036年，年均铜产量将达到约50万吨。
- Bingham Canyon项目：2025前三季度产量8.67万吨，同比-0.55万吨，-5.97%。精炼金属产量下降，主要是由于选矿厂和熔炼厂按计划在9月大部分时间进行了年度维护停产。面对矿山南部存在的复杂地质技术条件挑战，采矿作业仍按计划进行。
- 力拓2025前三季度矿山铜总产量61.97万吨，同比+25.23%，+12.49万吨；冶炼铜2025前三季度总产量13.73万吨，同比-23.51%，-4.22吨。

资料来源：力拓公司公告，华鑫证券研究

注：Escondida矿山按公司30%权益口径计算。Oyu tolgoi公司持有66%股权，但是按100%权益计算产量。

2.8 安托法加斯塔供应汇总：2025前三季度产量微增

安托法加斯塔各个矿山季度产量



➤ Los Pelambres：2025前三季度铜总产量21.62吨，同比-3.70%，-0.83万吨。同比产量下降主要与期间因开采高硬度矿石区域及设备维护导致处理率下降有关。环比产量则与上一季度持平，这是因为较高的铜品位与较低的矿石处理率相互抵消。

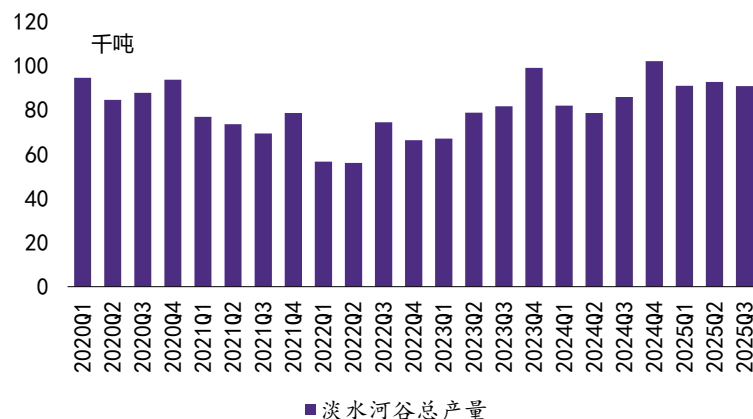
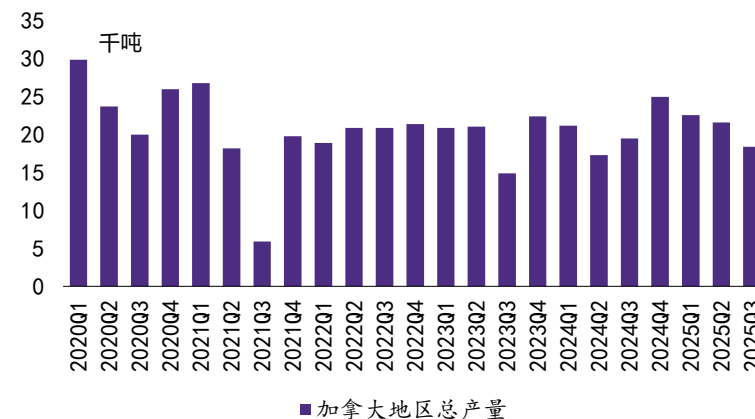
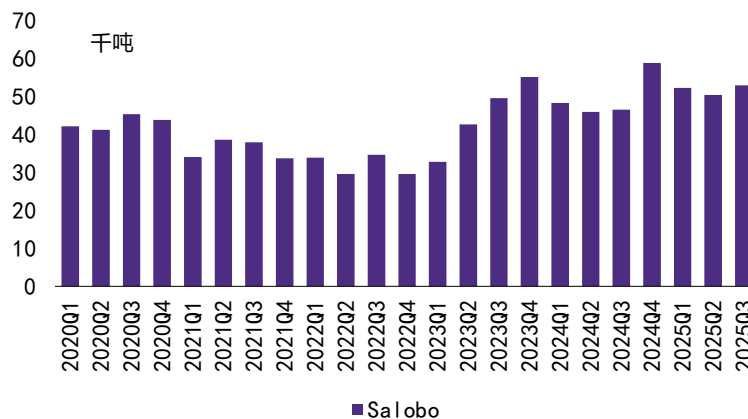
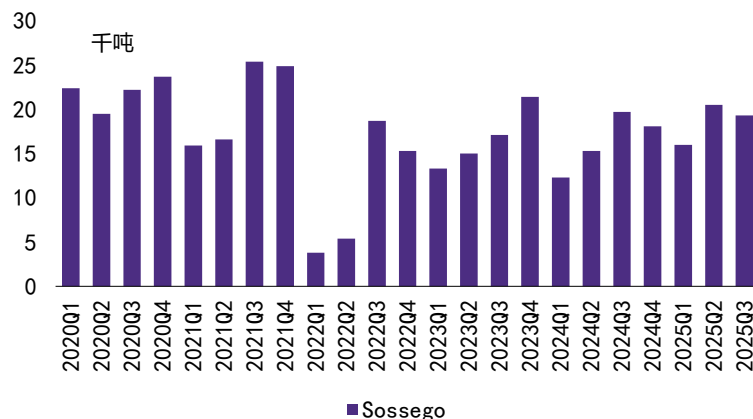
- Centinela：2025前三季度铜总产量17.74万吨，同比+17.72%，+2.67万吨。2025年前三季度总铜产量增长主要得益于选矿厂的产量提升。铜精矿产量在2025年Q3为4.51万吨，环比保持稳定，这反映了更高的矿石处理率和回收率与下降的铜品位相互抵消的综合结果。阴极铜产量在2025年第三季度为1.60万吨，环比保持稳定，这反映了更高的矿石处理率和回收率与下降的铜品位相互抵消的综合结果。
- 安托法加斯塔2025前三季度铜总产量47.67万吨，同比+2.80%，+1.30万吨。公司预计2025年产量处于66-70万吨的区间下沿，同时预测2026年产量为65-70万吨。
- 增量项目——Centinela 二期选厂：Centinela二期选矿厂项目2024年4月开始动工，预计2027年投产，将增加17万吨铜产量/年。

资料来源：安托法加斯塔公司公告，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

2.9 淡水河谷供应汇总：主要铜矿山2025年前三季度产量均有增长

淡水河谷各个矿山季度产量

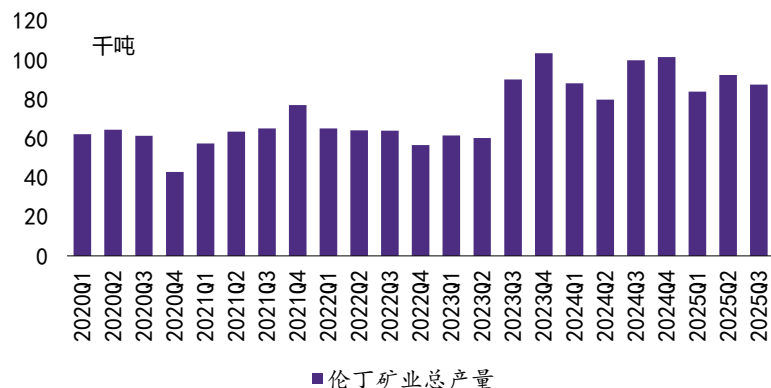
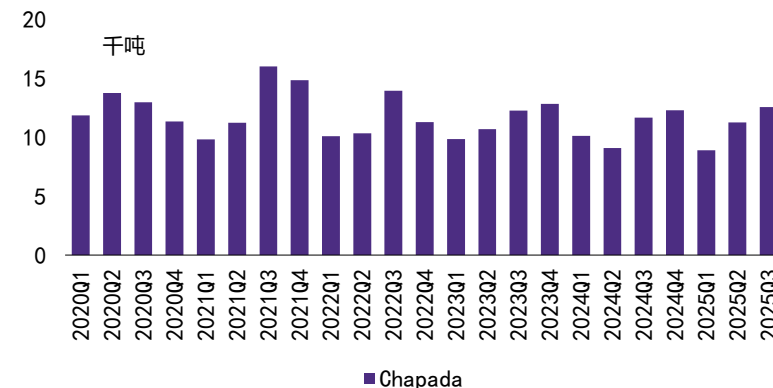
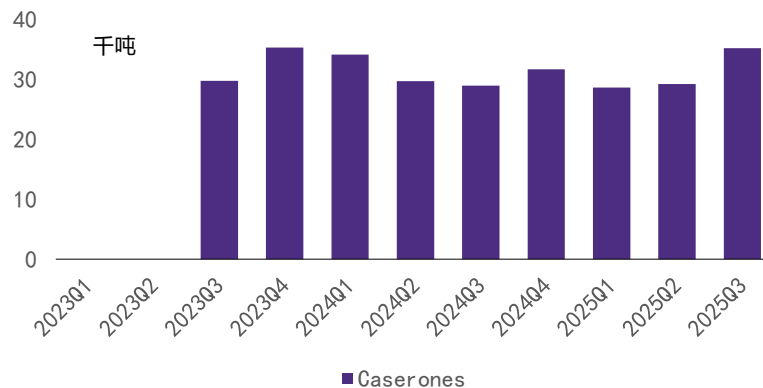
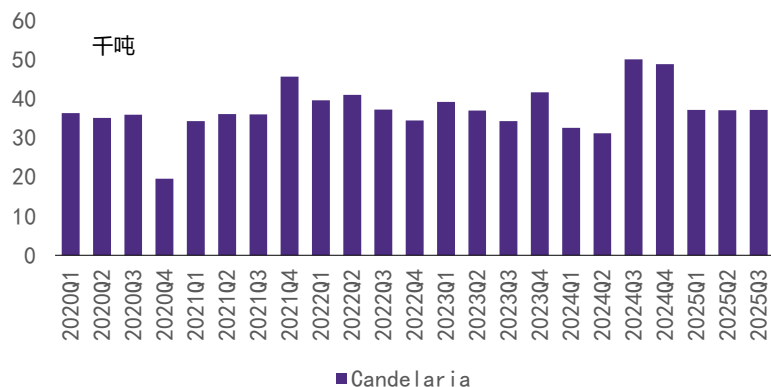


- **Salobo**：2025前三季度产量15.58万吨，同比+1.48万吨，+10.50%。这主要得益于Salobo综合设施的稳定运行，以及采选作业持续保持的稳健表现。
- **Sossego**：2025前三季度产量5.58万吨，同比+0.85万吨，+17.97%。基本保持平稳，该矿区在Q3进行了约一周的计划性维护。
- **Canada**：2025前三季度总产量6.26万吨，同比+0.46万吨，+7.93%。但是Q3单季度铜产量同比下降了1200吨，主要是由于汤普森工厂自2025年初停止了铜沉淀物的回收。
- **淡水河谷**2025年前三季度铜总产量27.42万吨，同比+2.79万吨，+11.33%。

资料来源：淡水河谷公司公告，华鑫证券研究

2.10 伦丁矿业供应汇总：2025年全年产量指引调升

伦丁矿业各个矿山季度产量

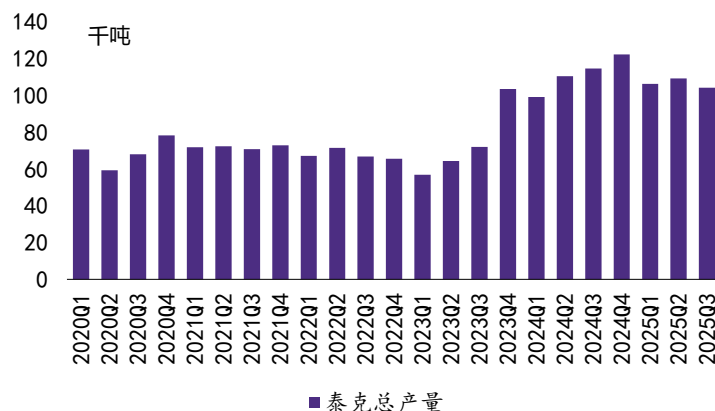
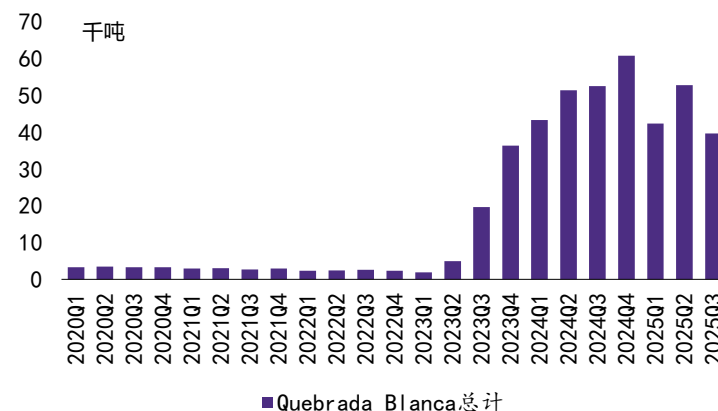
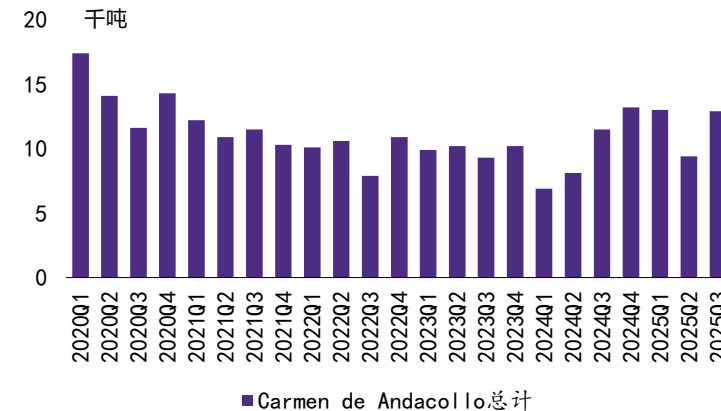
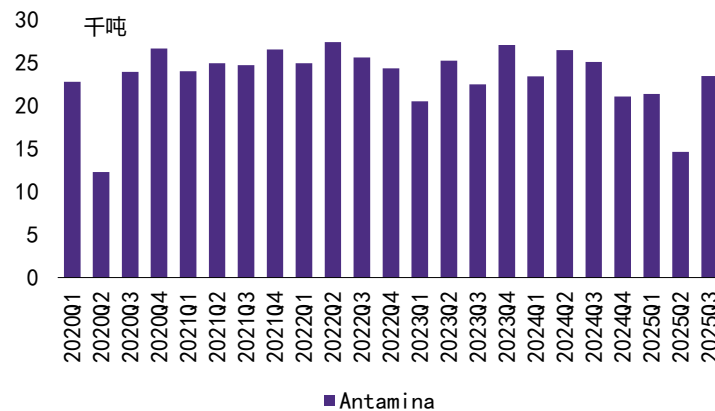
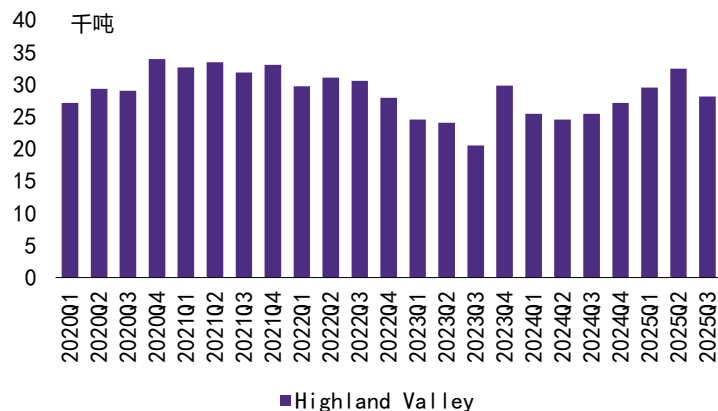


- **Candelaria**：2025年前三季度生产了11.12万吨铜精矿（100% 权益计算，实际公司持有80%股份），同比-0.25万吨，-2.21%。本季度采矿作业集中于11采区，受益于矿石质地较软、粒度更细以及球磨机运行时间增加，选厂处理量保持强劲，生产稳定。
- **Caserones**：2025年前三季度生产了9.33万吨总铜（100% 权益计算，实际公司持有70%股份），同比+0.025万吨，+0.26%。铜精矿产量因第6采区品位提升而受益，而阴极铜产量则得益于前期堆浸场处理量的增加。
- **Chapada**：2025年前三季度生产了3.28万吨铜精矿，同比+0.19万吨，+5.96%。产量增长得益于矿区持续开采并处理来自北部和南部露天采场的矿石，按照计划的开采顺序优先处理高品位矿料。本季度产量还受益于强劲的处理量，达到自2022年第三季度以来的最高水平。
- 伦丁矿业2025前三季度铜总产量26.35万吨，同比-0.40万吨，-1.51%。同时公司在Q3季报预计2025年产铜31.9-33.7万吨，而Q2季报给出全年产量指引为30.3-33.0万吨。

资料来源：伦丁矿业公司公告，华鑫证券研究

2.11 泰克资源供应汇总：QB矿区选矿厂停产影响，公司前三季度产量下降

泰克资源各个矿山季度产量

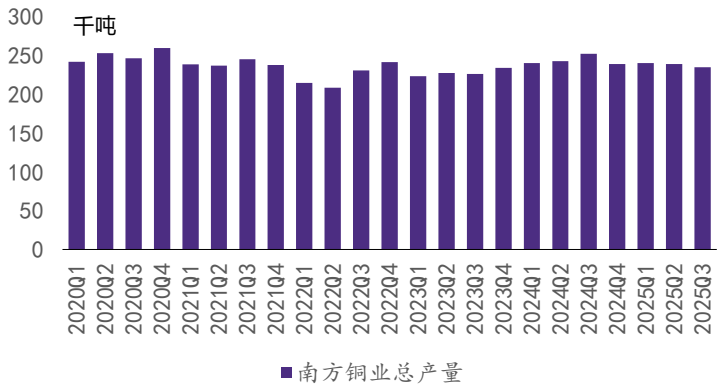
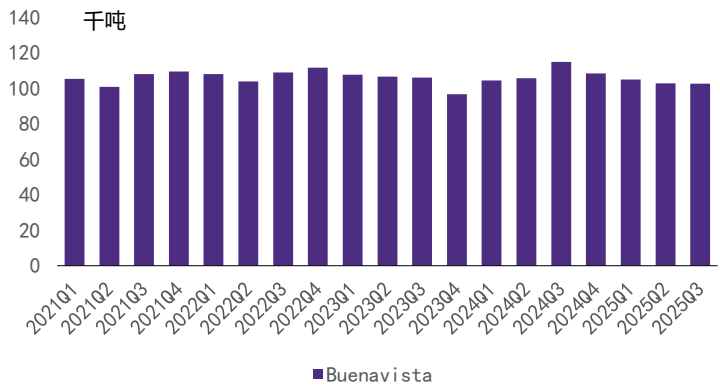
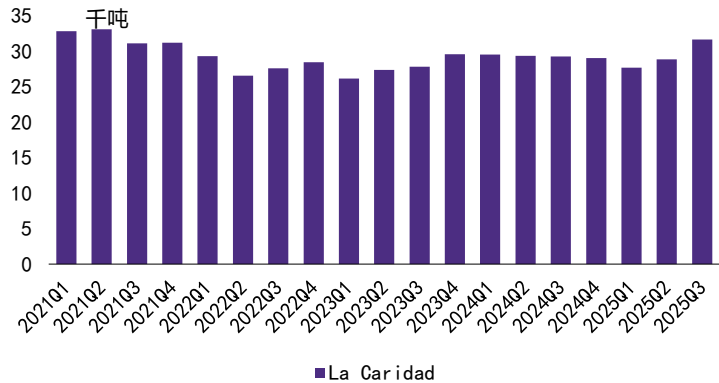
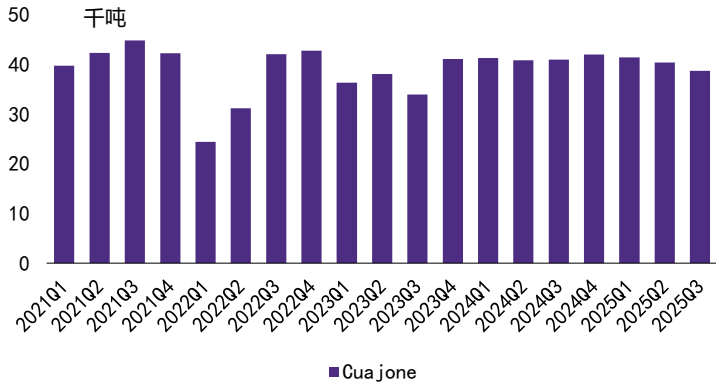
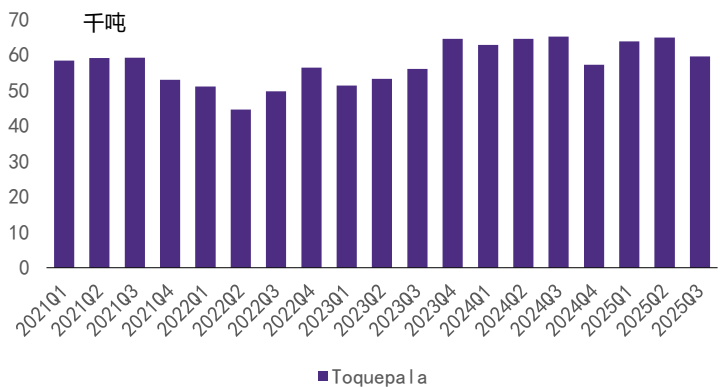


- **Quebrada Blanca**：2025前三季度产量达到13.46万吨，同比-1.25万吨，-8.50%。尾矿库（TMF）的持续建设在2025年全年制约了生产，导致选矿厂额外停产，尤其在9月份，受加高尾矿坝20天停产影响，产量低至5800吨。根据季报显示，2025年QB铜矿产量指引为17-19万吨，同时预计2026-2028年产量指引中值分别为21.75、25.75、23.75万吨。
- **Highland Valley**：2025前三季度铜总产量9.00万吨，同比+1.47万吨，+19.52%。产量增长的主要原因是矿石品位提升和选矿厂处理量增加，但随着Lornex矿坑的推进开采，预期的回收率下降部分抵消了这些积极影响。
- **泰克资源2025前三季度铜总产量31.94万吨，同比-0.45万吨，-1.40%**。仅Q3单季度而言，公司生产铜10.41万吨，同比-9.08%。若排除QB矿区，铜产量实际较去年同期有所增长，主要得益于Highland Valley Copper处理量和品位的提升，以及Carmen de Andacollo品位和回收率的提高。
- 公司给出2025年全年的产量指引仍为41.5-46.5万吨。同时预计2026-2028年产量指引中值分别为49.25、54.25、47.25万吨。

资料来源：泰克资源公司公告，华鑫证券研究

2.12 南方铜业供应汇总：产量整体平稳，抵扣副产物前的现金成本上升

南方铜业各个矿山季度产量



- **南方铜业季度铜产量：**2025年前三季度南方铜业铜产量71.41万吨，同比-2.09万吨，-2.84%。
- 2025Q3各个矿山产量表现整体平稳。
- **2025Q3现金成本同比上升，但是扣除副产物现金成本同比下降。**2025年Q3铜产品现金成本由上年同期的1.96美元/磅上升到了2.23美元/磅。但是扣除副产物的现金成本由上年同期0.76美元/磅下降至0.42美元/磅。
- **Q3副产物产量：**钼产量0.79万吨，锌产量4.55万吨，白银产量193吨。

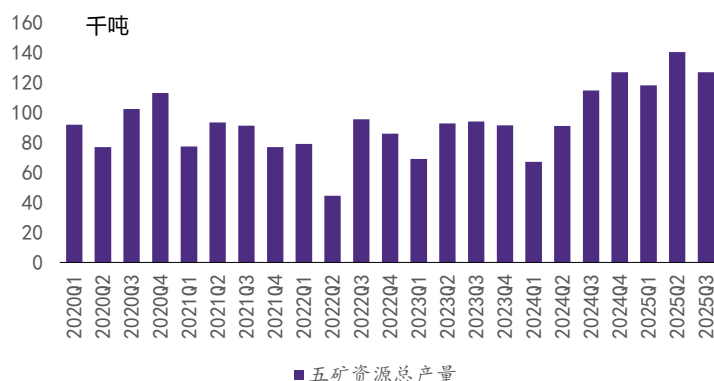
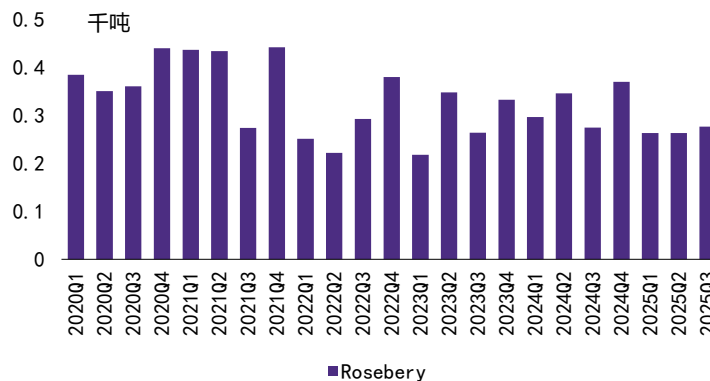
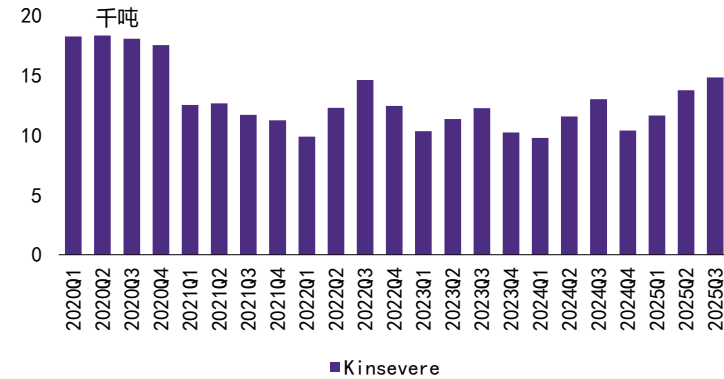
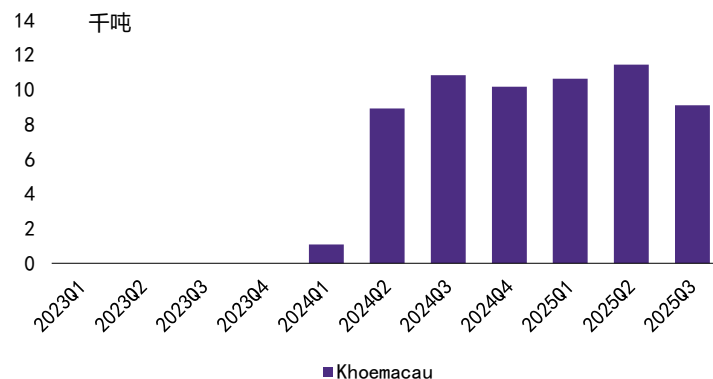
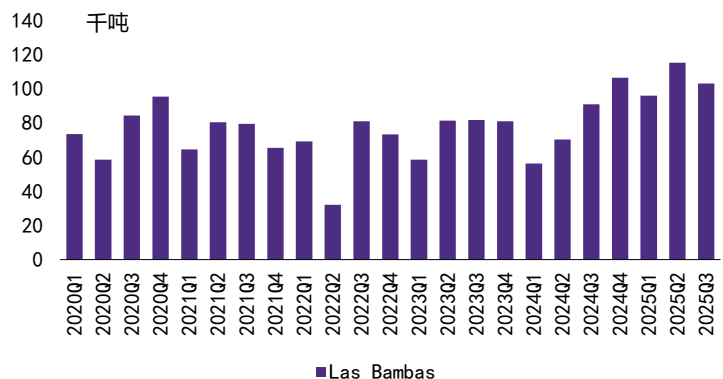
增量项目

- **Tia Maria-Arequipa：**目前处在早期建设阶段，通道和平台的进展已达到90%。公司将建立临时营地，同时进行大规模的土方工程建设。预计2027年投产，将年产12万吨湿法铜。
- **El Pilar：**是个绿地项目，位于墨西哥索诺拉州，距离Buenavista约45公里。铜氧化矿储量为3.17亿吨，平均品位为0.249%。开采方式为露天开采，预计2028年投产，将年产3.6万吨铜。
- **El Arco：**项目位于下加利福尼亚半岛中部，矿石储量超过12.3亿吨，平均品位为0.40%，浸出物料储量为1.41亿吨，平均品位为0.27%。该项目包括一个露天矿、一个日产12万吨的选矿厂，以及一个年产2.8万吨的SX-EW工艺设施。各项工程正在进行中，预计2030年投产。
- **Los Chancas-Apurimac：**项目是位于秘鲁的绿地项目。计划露天开采，年产13万吨湿法铜和7500吨钼。项目预计2031年投产。针对矿区出现的非法采矿活动，公司正采取必要措施重新取得项目控制权，这是持续推进洛斯卡斯项目发展的关键前提。
- **Michiquillay Project-Cajamarca：**项目是南方铜业在2018年获得的。公司计划总投资25亿美元来开发，预计2032年能投产，年产22.5万吨铜，并持续生产25年。

资料来源：南方铜业公司公告，华鑫证券研究

2.13 五矿资源供应汇总：2025年前三季度铜矿产量大幅增长

五矿资源各个矿山季度产量



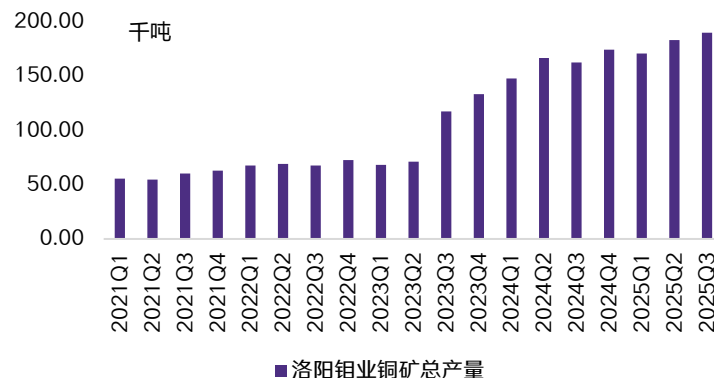
- **Khoemacau:** 2025年前三季度铜产量3.11万吨，同比+1.03万吨，+49.60%。Q3单季度产量为9084吨，同比-16%。产量下降主要是由于矿石开采量和品位的下降。矿石开采量受到向新采矿承包商过渡的影响，预计产能提升措施将在第四季度推动产量增长。矿石品位则受开采顺序影响，目前正通过加强开拓工程和按计划开展加密钻探工作，以促进未来品位的提升。

- **五矿资源铜产量：**2025年前三季度五矿资源铜产量38.56万吨，同比+11.28万吨，+41.36%。
- **Las Bambas铜产量：**2025年前三季度的Las Bambas铜产量31.35万吨，同比+9.67万吨，+44.61%。该矿场上半年产量已使其跻身全球第五大铜矿。第三季度Ferrobamba与Chalcobamba矿坑的采矿活动保持稳定，未受外部因素干扰，入选矿石品位和回收率持续维持在较高水平。
- **Kinsevere铜矿：**2025年前三季度铜产量4.01万吨，同比+0.59万吨，+17.21%。产量增长主要得益于金塞维尔扩建项目（KEP）旗下硫化矿处理系统的持续产能提升。然而，本季度电力供应及其稳定性问题对生产的连续性造成了影响。为应对电力供应挑战，金塞维尔正在采购额外的柴油发电机。此外，一项旨在评估潜在太阳能和电池储能解决方案的研究也已启动，以期进一步缓解电力短缺和频繁停电的影响。

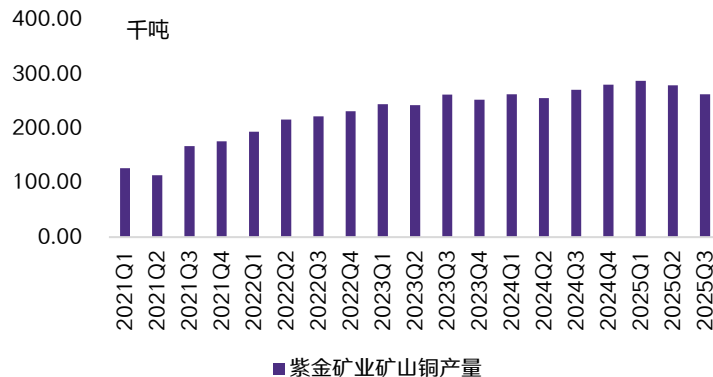
资料来源：五矿资源公司公告，华鑫证券研究

2.14 洛阳钼业+紫金矿业：洛阳钼业产量增速较快，紫金卡莫阿铜矿事故影响近两年产量

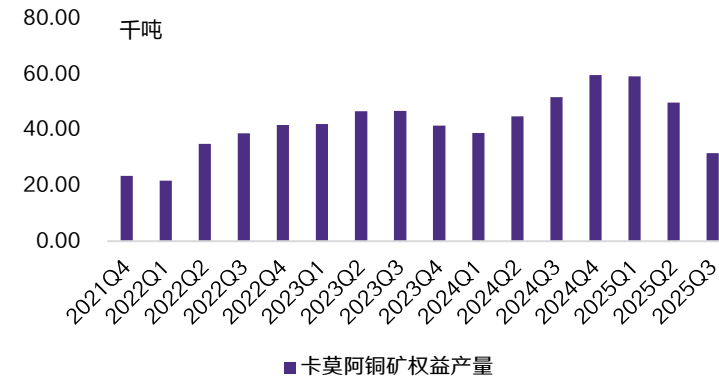
洛阳钼业铜矿季度产量



紫金矿业铜矿季度产量



紫金矿业卡莫阿铜矿季度权益产量



- **洛阳钼业:** 2025年前三季度铜产量54.34万吨，同比+6.73万吨，+14.14%。2025第三季度，公司主要产品产量顺利达成计划目标，为全年任务的圆满完成奠定了坚实基础。此外，公司计划为KFM铜矿二期项目投资10.84亿美元，建设期两年，拟于2027年建成投产，预计新增原矿处理规模726万吨/年，达产后预计新增年平均10万吨铜金属。
- **紫金矿业矿山铜产量:** 2025年前三季度紫金矿业铜产量82.99万吨，同比+4.05万吨，+5.12%。前三季度，紫金矿业公司矿山产铜铜精矿单位成本为2.14万元/吨，同比上升2695元/吨。公司矿产品单位销售成本有所上升，系品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升所致。
- **紫金矿业卡莫阿铜矿权益产量:** 2025年前三季度卡莫阿权益铜产量14.06万吨，同比+0.53万吨，+3.93%。2025年5月由于矿震影响，卡莫阿铜矿曾部分暂停井下采矿作业，6月公司公告将卡莫阿铜矿全年产量指引由原来的52-58万吨，下调至37-42万吨。近期，作为合营卡莫阿铜矿的另一个上市公司——艾芬豪公告了2026年-2027年卡莫阿铜矿的产量指引。预计2026年精矿含铜(吨)：38万-42万。2027年精矿含铜(吨)：50万-54万。

资料来源：洛阳钼业公司公告，紫金矿业公司公告，华鑫证券研究

1) 美国通胀再度大幅走高；2) 美联储超预期加息；3) 海外铜矿企业投产进度超预期；4) 国内铜矿企业加快新矿开发；5) 全球铜需求恢复不及预期；6) 全球陷入经济危机等。

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值