

全球主要铜企半年报分析：经营状况改善，能源与技术是发展重点

五矿证券研究所 于柏寒 王小芄

一、上半年头部铜矿企业产量增长但幅度受限

五矿证券研究所系统梳理全球 24 家头部铜企半年报及投资者交流纪要，虽然 2024 年上半年产量同比增量较为可观，但增量的结构性问题仍值得注意。24 家铜企包括必和必拓、自由港、智利国家铜业、紫金矿业、南方铜业、嘉能可、英美资源、力拓、洛阳钼业、安托法加斯塔、波兰铜业、俄镍、泰克资源、第一量子、伦丁矿业、淡水河谷、五矿资源、西部矿业、顶石铜业、巴里克黄金、中国黄金国际、江西铜业、中国有色矿业、云南铜业。

（一）全球 24 家头部铜矿企业铜产量同比增长 5%，剔除并购影响为 3.7%，产量指引完成度约为 49%

2024 年上半年，全球头部铜矿企业铜产量 720.7 万吨，同比增加 35.3 万吨，同比增速 5.2%。根据国际铜业研究组织 (ICGS)，上半年全球铜精矿产量为 1113.6 万吨，同比增加 3.6%，预计头部矿企市场占有率在 60% 以上。

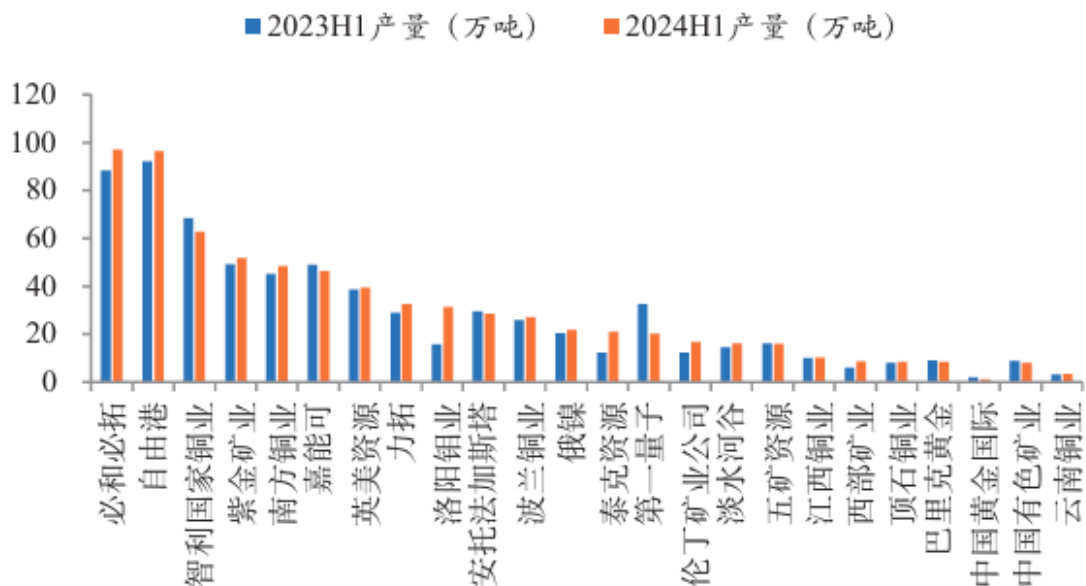
从同比增速来看，洛阳钼业同比增长 101%，泰克资源同比增长 73%，西部矿业同比增长 42%，伦丁矿业同比增长 38%，力拓同比增长 13%，必和必拓同比增长 10%，淡水河谷同比增长 10%，同比增速较大。

从同比增量来看，洛阳钼业同比增加 16 万吨，必和必拓同比增加 9 万吨，泰克资源同比增加 9 万吨，伦丁矿业同比增加 5 万吨，自由港同比增加 4 万吨。由于第一量子的 Cobre Panama 维持停产、嘉能可出售 Cobar、矿山品位下滑、缺水缺电及天气等外部干扰，减量

较大的是第一量子同比较少 12 万吨，智利国家铜业同比较少 6 万吨，嘉能可同比减少 2 万吨。

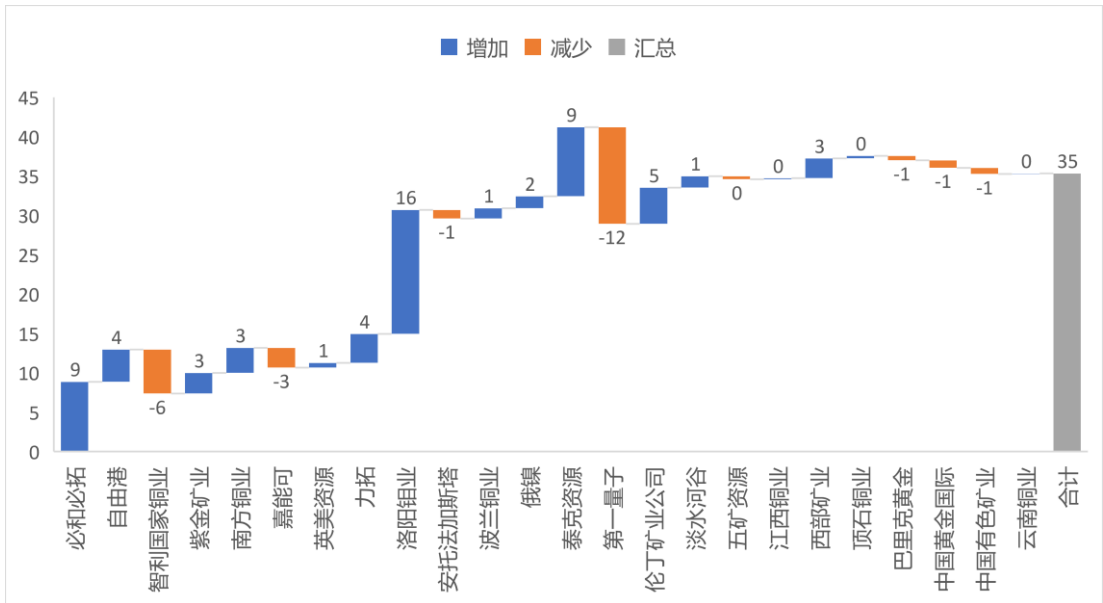
从 ICGS 口径可以看出，上半年头部铜矿企业合计产量同比增速为 5.2%，而全球铜精矿产量增速为 3.6%，头部效应凸显。头部矿企产量增长一方面来源于矿山逐步达产，产量超预期，比如洛阳钼业 TFM 混合矿全面转向运营期以及 KFM 保持满产、泰克资源 QB 铜矿逐步达产、力拓在蒙古的 OT 铜矿扩建等，另一方面来源于并购矿山和去年低基数。从产量实际增量来看，并购和去年因天气等非经常性原因导致的低基数，并不会额外产生增量产量。比如，2023 年 BHP 收购 OZ Minerals 后组建 Copper South Australia，2024 年上半年 Copper South Australia 同比增量为 4 万吨；2023 年伦丁矿业收购 Caserones 铜钼矿，2024 年上半年该矿为伦丁矿业带来 6.4 万吨增量。扣除头部矿企收购带来的 10 万吨增量影响，上半年头部矿企的产量同比增幅为 3.7%。

图 1：2024 年上半年头部企业铜矿产量



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图 2：2024 年上半年各公司产量同比变化情况（万吨）



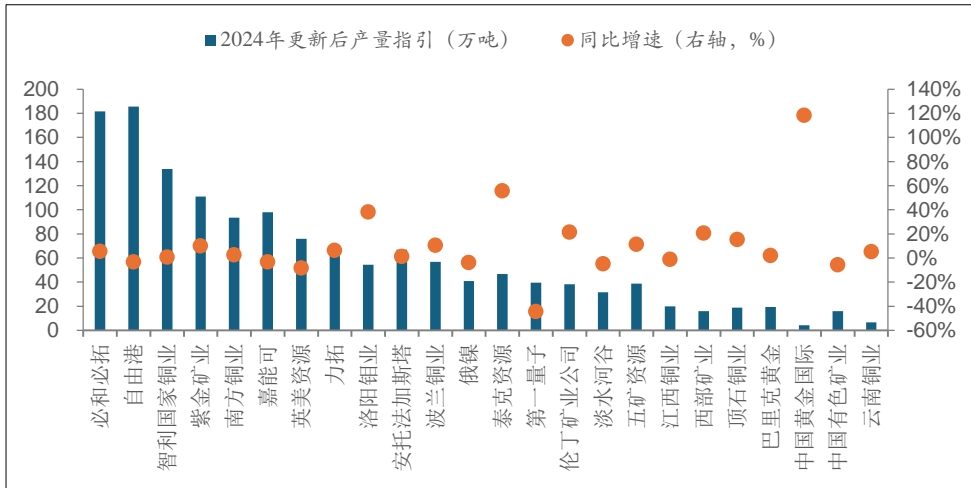
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

(二)2024年下半年预计全球头部铜企产量同比增长2.4%， 难抵铜矿供给紧张

展望 2024 年下半年，从产量指引规划、上半年产量完成度等角度计算，预计 2024 年下半年全球头部铜企产量同比持平，环比增加 20 万吨。

头部铜企产量指引难言乐观。根据最新产量指引，2024 年头部铜企产量指引预计同比增长 2.4%，相较于年初产量指引 3.4%的增速有所下调。其中，自由港、泰克资源、智利国家铜业等下调了产量指引；力拓、安托法加斯塔虽未下调产量指引，但预期产量位于指引下沿，合计下调了 13.4 万吨。下调指引的原因包括品位下降、政策等原因，例如由于矿坑脱水相关的短期准入和局部岩土问题，泰克资源预计下半年 QB 铜矿品位低于预期；自由港由于印尼子公司 PT-FI 受出口许可证续签延期导致发货延迟，也下调了销量指引。

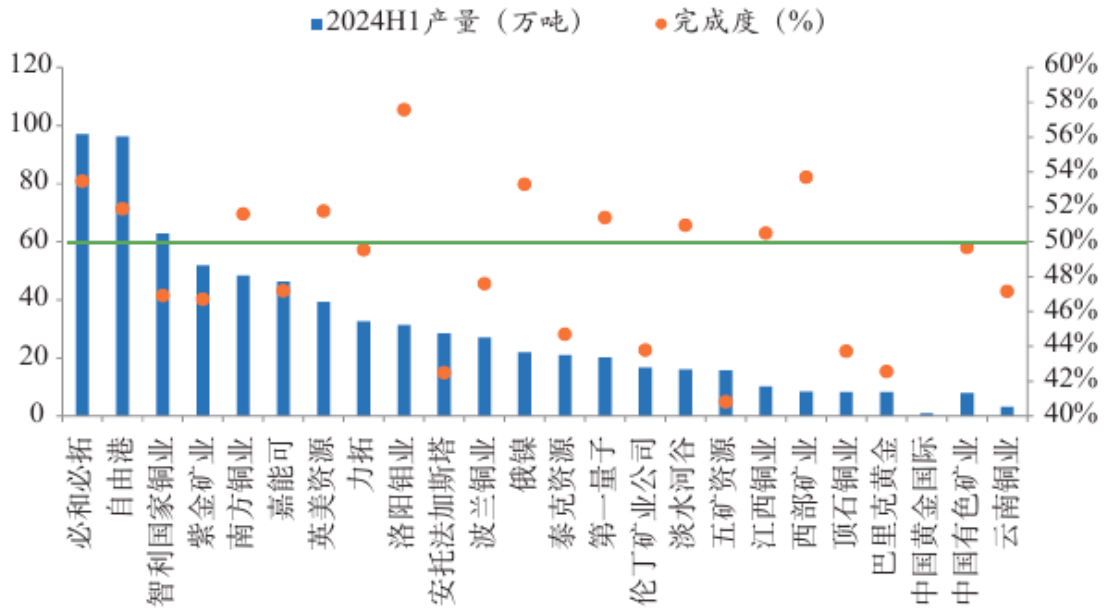
图 3：2024 年上半年各公司产量同比变化情况（万吨）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

2024年上半年，头部矿企产量完成度为49%，基本符合预期。其中，必和必拓、自由港、南方铜业、英美资源、洛阳钼业、俄镍、西部矿业、江西铜业、淡水河谷、第一量子的产量完成度均超过50%，洛阳钼业的产量完成度高达58%。

表 1：2024 年上半年产量与相对于产量指引的完成度

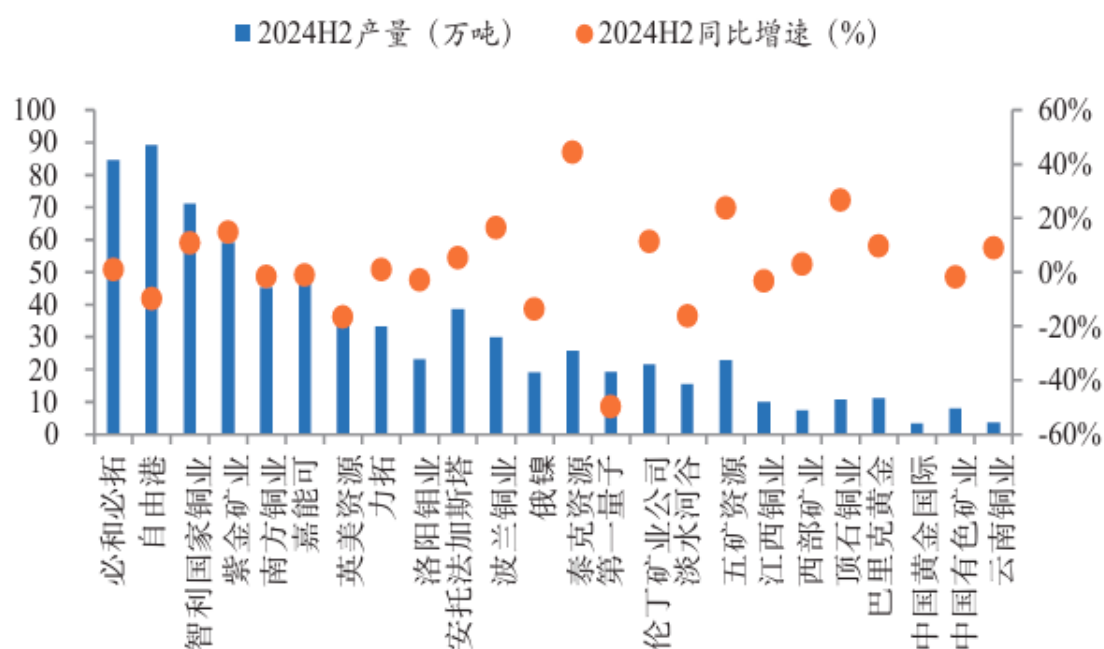


资料来源：公司公告，五矿证券研究所

2024年下半年，铜矿供应仍然偏紧。根据2024年产量指引与上半年实际产量计算，测算头部矿企下半年产量合计为740万吨，同比基本持平，环比增加20万吨。在产量指引可以兑现的情况下，下半

年产量预期同比增速较快的为泰克资源同比增长 44%，顶石铜业同比增长 27%、五矿资源同比增长 24%、波兰铜业同比增长 16%、紫金矿业同比增长 15%。

图 2：2024 年下半年预期产量及同比增速



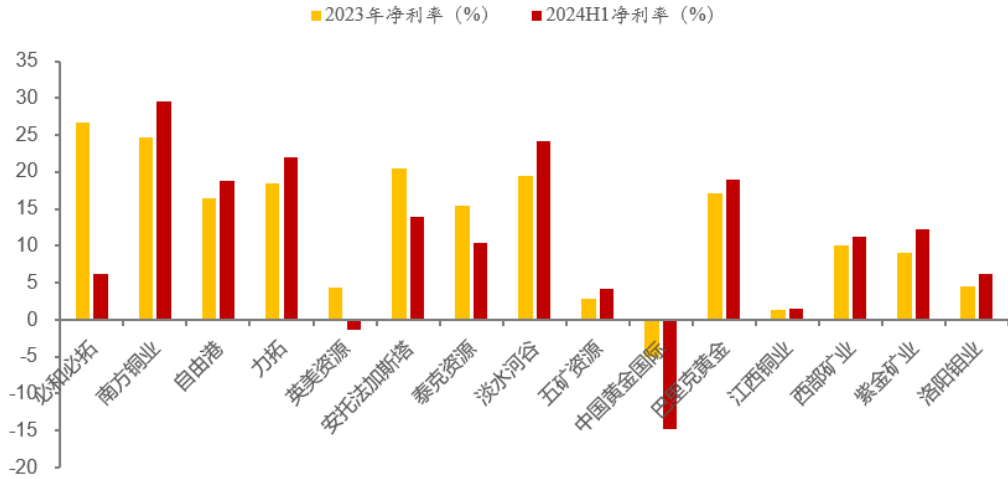
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

二、头部铜矿企业经营情况明显改善

(一) 伴随铜价上涨，大多矿企净利率和资产负债率出现明显改善

受到黄金、铜等大宗商品价格上涨的影响，2024 年上半年大部分企业净利率均有上涨。其中，南方铜业净利率上涨 5 个百分点，涨幅最高。

图 6：2024 年上半年南方铜业、淡水河谷净利率涨幅居前



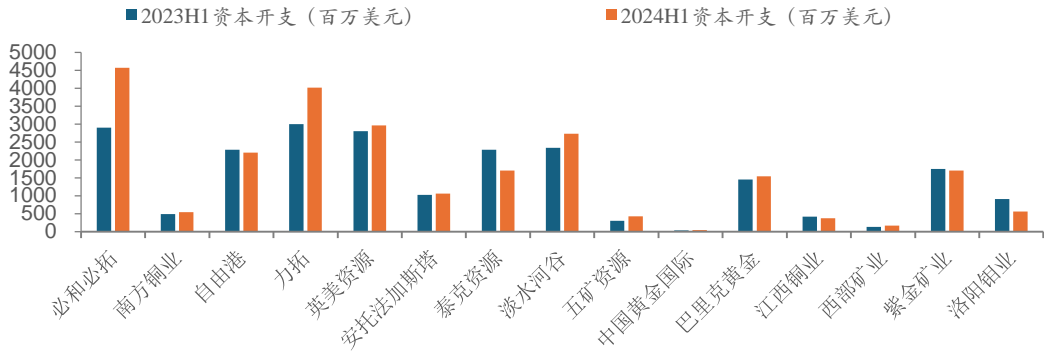
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

大部分公司致力于优化资产负债率。南方铜业、自由港、力拓、安托法加斯塔、泰克资源和巴里克黄金的资产负债率较低。五矿资源成立合营公司和完成供股，有助于满足收购博茨瓦纳科马考（Khoemacau）铜矿的资金需求，资产负债率预计将降至约 45%，是自收购 Las Bambas 以来的最低水平，也位于行业的中低水平。

（二）中国矿企现金流大多上涨，海外龙头矿企资本开支上行

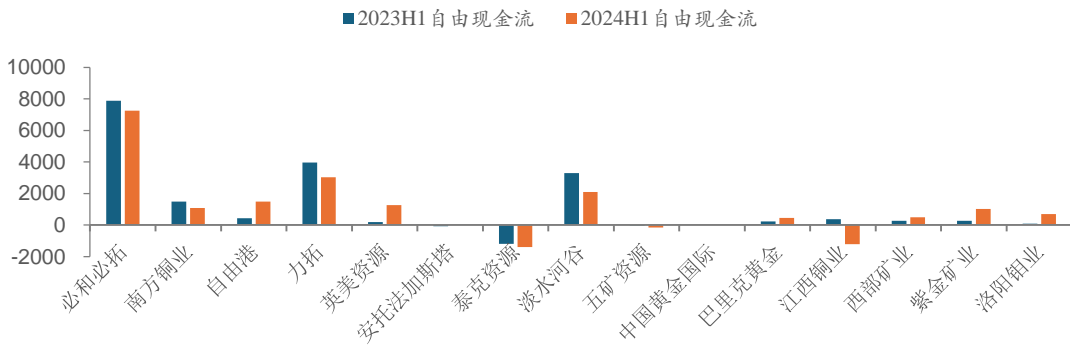
2024 年上半年，与产量相对应，海外矿企资本开支大多较高，平均同比增长 15%，例如必和必拓、力拓、淡水河谷等公司资本开支位于行业前列且同比增幅较高，但自由现金流小幅回落。中资企业的资本开支较低，同比下降 8%，其中洛阳钼业资本开支同比下降 39%，降幅较大；但中资企业自由现金流大多上涨。根据彭博数据，从横向对比来看，上半年必和必拓、力拓、淡水河谷、英美资源、南方铜业、自由港等公司的自由现金流位于行业前列，泰克资源、江西铜业等企业的自由现金流为负数。

图 7：2024 年上半年海外矿企资本开支上升



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图 8：2024 年上半年必和必拓、力拓、淡水河谷自由现金流领先



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

三、上半年全球头部矿企现金成本分化，平均上涨 2%

以披露现金成本的 15 家铜企为例，上半年平均现金成本为 1.99 美元/磅，相较于 2023 年上涨 2%。横向对比来看，上半年南方铜业现金成本为 0.91 美元/磅，仍位于行业前列。

上半年，全球头部铜企现金成本出现分化。15 家铜企中成本上涨为 9 家，巴里克黄金的现金成本持平，5 家铜企成本下滑。

(一) 品位降低、产量爬坡仍是成本上涨主因，电力及国别政策影响值得关注

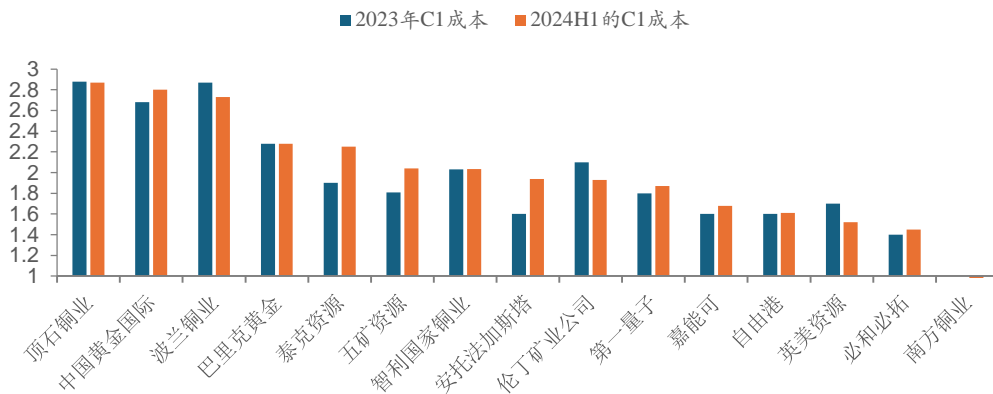
安托法加斯塔、泰克资源成本上涨幅度超过 10%，主要因为品位降低、爬坡期间运营成本上升、并表边际成本相对较高的矿山等。电

力、政策等其他因素对部分矿企的影响逐步加强。比如自由港旗下 PT-FI 公司的出口许可证续签时间延迟导致销量下滑、PT-FI 出口关税增加等非经常因素影响 C1 成本；第一量子受赞比亚电力影响高于预期，但副产品黄金收益有一定程度的弥补。

（二）部分矿企受益于副产品和汇率变化，现金成本下滑

南方铜业、英美资源、伦丁矿业、波兰铜业、顶石铜业 5 家矿企现金成本下降，主要由于副产品收益和货币贬值等因素扰动。比如，伦丁矿业、英美资源、波兰铜业由于本币兑美元贬值导致现金成本下降，南方铜业的钼锌和银等副产品抵扣额上涨导致铜现金成本下降。

图 9：2024 年上半年全球头部铜矿企业现金成本（\$/磅）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

四、能源与技术是头部矿企战略规划核心关注

（一）能源转型与能源保障是全球矿企聚焦重点内容

洛阳钼业、紫金矿业、第一量子、巴里克黄金均有提及电保障，主要解决非洲电力紧缺等问题。比如，洛阳钼业与刚果（金）签订 Nzilo II 水电站合作协议，设计利用大坝作为巨型水力蓄电池来整合太阳能，实现白天太阳能发电和夜间水力发电的结合，为新一轮产能跨越提供长期稳定的电力供应保障。紫金矿业旗下的卡莫阿铜矿重

启 Inga II 水电站，为电网生产 178 MW 的水力发电。第一量子提及赞比亚缺电比较严重，从 7 月 1 日起，公司的进口电力将增加一倍以上。巴里克黄金最近完成了对整个赞比亚电力基础设施和潜力的研究，并和以赞比亚之外的第三方电力公司达成背对背协议，配备备用柴油电源以及启用太阳能发电等

（二）降本增效是贯穿始终的目标

洛阳钼业将 2024 年定为“精益年”，成本优化以及技改增效为主线。紫金矿业也提及“控本”成为年度重点工作，2024 年上半年公司铜精矿、金精矿销售成本环比分别下降 8.8%和 6.7%。

（三）把握新兴产业需求与新技术突破，打造智慧矿山

洛阳钼业提及应用 5G 技术及无人驾驶，打造国内首家智慧矿山，实现远程操作的无人采矿、无人驾驶智能调度，并配备智能驾驶新模式的全电动卡车，完全实现零排放，提高安全性，生产效率提升 40%以上。西部矿业大力实施“机械化换人、自动化减人、智慧化无人”措施等。

自由港规划通过创新浸出，提升产量。公司认为浸出创新可以从其大量浸出矿堆中生产更多的铜，帮助公司抵消低矿石品位的影响。规模化后，会帮助公司降低美国生产的平均成本，浸出计划的每磅增量成本低于 1 美元。目前通过这些举措已经实现 2 亿磅铜产量，2026 年扩大至 3 亿至 4 亿磅，最终扩展至 8 亿磅。具体创新举措包括：为了确定庞大料堆中的机会所在，采用传感器和分析数据增强浸出料堆的保温性；使用无人机技术和直升机进入地区安装灌溉系统，以扩大浸出面积等。

（四）关键资源并购延续高涨热情

2024 年上半年，必和必拓并购热情高涨，向英美资源提出 3 次合并提案，虽然最终以失败告终，但从侧面反应并购市场的情绪高涨。

2024 年 7 月，必和必拓与伦丁矿业公司联合收购 Filo Corp，对价 30 亿美元。五矿资源完成对博茨瓦纳科马考铜矿的收购。对于未来并购方向，部分矿企表示更倾向大型项目或现有资源区域附近有协同效应的小型项目。