仅供内部参考，请勿外传

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

有色金属行业|深度报告

证券研究报告
2026/7/5

铜行业深度报告——

供需呈现双强格局，铜价有望延续强势

证券分析师： 梁必果
分析师登记编号： S1190524010001
证券分析师： 刘强
分析师登记编号： S1190522080001

报告摘要

供应端：我们统计近三年全球主要铜矿增量项目，测算2026-2028年以上铜矿项目合计铜金属增量分别为18、53、64万吨，刚果（金）、赞比亚、中国为主要铜矿增量国，秘鲁铜矿增量较少，智利铜矿产量承压，印尼铜矿产量波动较大；根据Discovery Alert测算，成熟铜矿项目在其生命周期品位年平均下降2%-4%，考虑到在铜价较高时期，企业会通过增加矿石处理量、提高金属回收率等措施对冲品位下滑，我们假设存量项目年产量减少1%，再生铜年产量复合增长5%，经测算，**2026-2028年全球铜供应量分别为2825、2888、2965万吨，同比分别增加28、64、76万吨。**

需求端：根据ICSG数据，近10年全球精铜需求从2016年的2348万吨上升至2025年的2816万吨，复合增长2.04%，近年来需求呈现加速增长趋势；汽车、光伏、风电及数据中心为铜在新兴领域的主要需求增量来源，我们测算该部分2026-2028年铜需求量分别为771、844、906万吨；我们对电网（含电子设备等）、建筑、其他交运设备、工程机械、其他板块铜需求复合增长假设分别为3%、-1%、1%、1%、0%，经测算，**2026-2028年全球铜需求总量分别为2829、2923、3008万吨，同比分别增加13、94、85万吨，铜需求有望在2027年恢复高增长。**

供需平衡表：我们测算**2026-2028年铜供需缺口分别为-5、-35、-43万吨，铜市场呈现供需双强态势，供应端的增长预计将落后于需求增长。**受美国铜关税政策预期影响，美国市场持续囤积铜精矿；2025年Comex铜库存从年初的9.3万吨增长至年末的49.8万吨，净增加40.5万吨；到2026年6月底，Comex铜库存为66.6万吨，较年初净增加16.8万吨，美国铜关税政策预期加剧了铜市场供应缺口。

投资建议：受益于全球经济电气化趋势发展，铜需求有望持续高增，供应端增长主要来自增量矿山项目和再生铜增长，供需呈现双强格局；然而受制于成熟在产矿山品位下滑和新项目建设投产进度，供应增长滞后于需求增长，铜价有望延续强势。**重点标的**：紫金矿业、洛阳钼业、藏格矿业等。

风险提示：需求不及预期，美国铜关税政策影响，供应端超预期释放

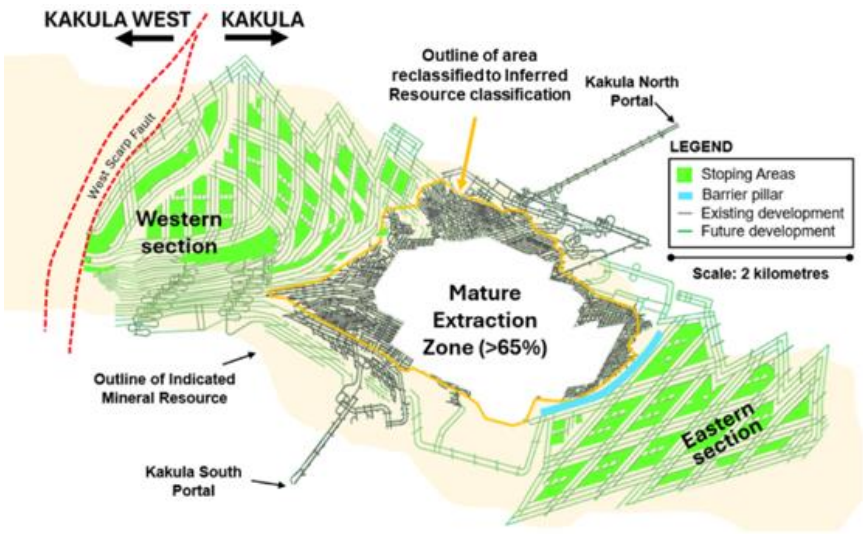
目录

1、铜供应：矿山增量项目汇总
2、铜需求：车、风、光、数据中心多点开花
3、投资建议与风险提示

1.1 刚果（金）：全球主要的铜矿增量国家之一

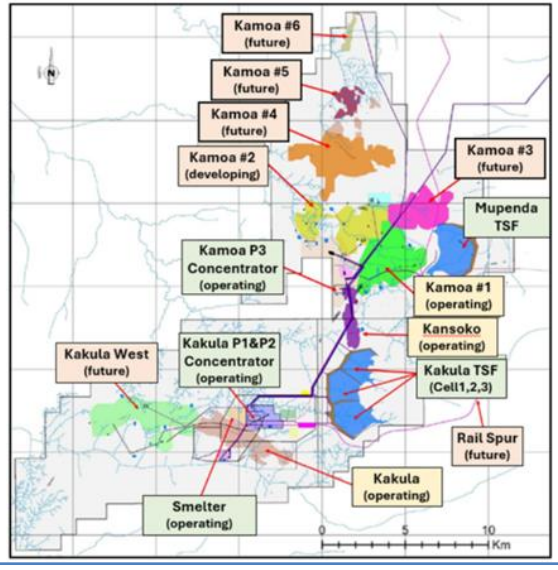
➢ **（1）卡莫阿-卡库拉：**2025年5月，卡莫阿-卡库拉铜矿的卡库拉矿段接连发生多次矿震，艾芬豪宣布暂停卡库拉井下采矿，受此影响，2025年卡莫阿-卡库拉铜金属产量38.9万吨，同比-11.0%；由于复产进度不及预期，2026年3月艾芬豪下调卡莫阿-卡库拉产量指引，预计全年阳极铜产量为29-33万吨（2026年初时铜精矿产量指引为38-42万吨）；预计2027年阳极铜产量为38-42万吨；从2028年起，阳极铜年产量提升至50万吨以上。

图表1：卡库拉全新矿山规划平面图



资料来源：艾芬豪公告，太平洋证券

图表2：卡莫阿-卡库拉在产、在建、远期规划项目

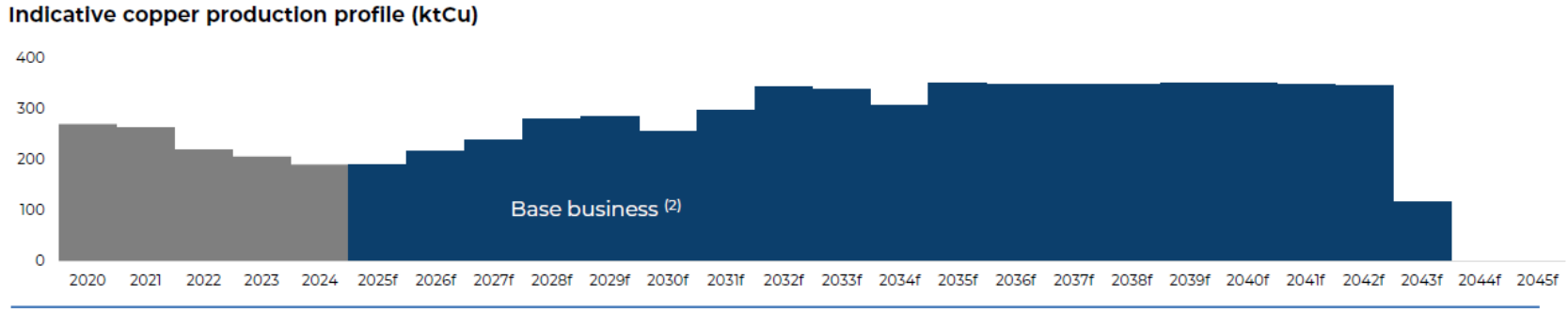


资料来源：艾芬豪公告，太平洋证券

1.1 刚果（金）：全球主要的铜矿增量国家之一

➢ （2）KCC：嘉能可旗下KCC项目一直受到土地使用权等问题影响矿山生产运营效率，导致尾矿库等设施无法达到最优方案，2025年KCC项目铜金属产量18.9万吨，同比-1.0%；嘉能可预计KCC项目2026年产量小幅提升，未来随着土地审批协议落地后，铜年产量有望提升至30万吨。

图表3：KCC项目铜产量曲线指引

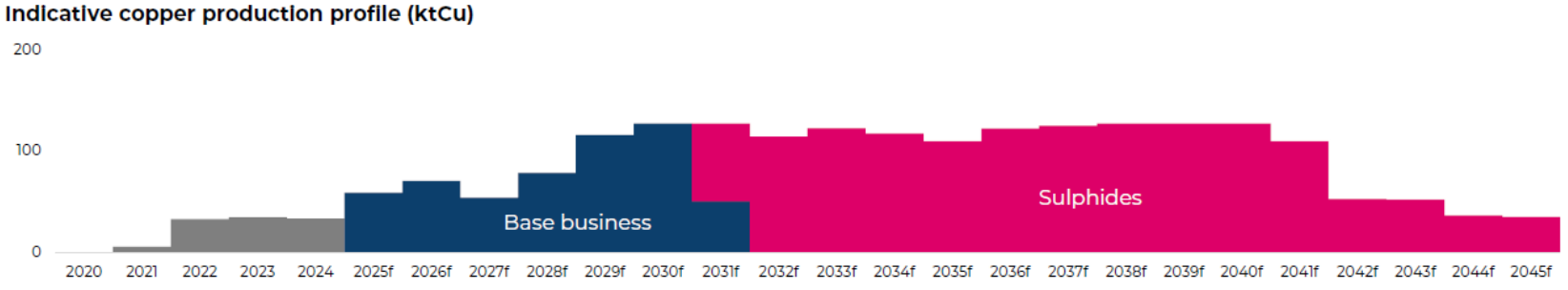


资料来源：嘉能可公告，太平洋证券

1.1 刚果（金）：全球主要的铜矿增量国家之一

➢ **（3）Mutanda：**嘉能可旗下Mutanda项目2025年铜金属产量5.9万吨，同比+74.3%；嘉能可预计该项目2026年产量将更加平稳，未来通过扩大硫化矿处理规模，存在进一步提升产量的空间，远期铜年产量有望超10万吨。

图表4：Mutanda项目铜产量曲线指引



资料来源：嘉能可公告，太平洋证券

1.1 刚果（金）：全球主要的铜矿增量国家之一

➢ **（4）TFM+KFM：**2025年洛阳钼业旗下TFM+KFM铜金属产量74.4万吨，同比+14.0%；KFM二期预计于2027年投产，新增10万吨年产铜能力；此外，公司Tenke三期规划也在推进中，助力公司实现2028年产铜80-100万吨目标。

➢ **（5）Kinsevere：**2025年五矿资源旗下Kinsevere项目电解铜产量5.3万吨，同比+18.4%，主要得益于KEP项目产能爬升，但电力和运营挑战限制了爬坡进度；五矿资源计划部署电池储能系统，缓解频繁断电对生产运营的影响，预计2026年Kinsevere产铜6.5-7.5万吨。

➢ **总结：**得益于丰富的铜资源禀赋，刚果（金）是全球主要的铜矿增量国家之一，我们测算以上铜矿项目2026-2028年铜矿合计增量分别为2.9、19.5、23.0万吨。

图表5：刚果（金）主要增（减）量铜矿项目

铜矿	所属企业	国家	铜金属产量（万吨）					矿山新增铜产量（万吨）			
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
卡莫阿-卡库拉[1]	艾芬豪	刚果（金）	43.7	38.9	31.0	40.0	50.0	-4.8	-7.9	9.0	10.0
KCC	嘉能可	刚果（金）	19.1	18.9	22.0	25.0	28.0	-0.2	3.1	3.0	3.0
Mutanda	嘉能可	刚果（金）	3.4	5.9	7.0	7.5	7.5	2.5	1.1	0.5	0.0
TFM+KFM	洛阳钼业	刚果（金）	65.0	74.1	79.0	85.0	95.0	9.1	4.9	6.0	10.0
Kinsevere	五矿资源	刚果（金）	4.5	5.3	7.0	8.0	8.0	0.8	1.7	1.0	0.0
合计			**135.6**	**143.1**	**146.0**	**165.5**	**188.5**	**7.4**	**2.9**	**19.5**	**23.0**

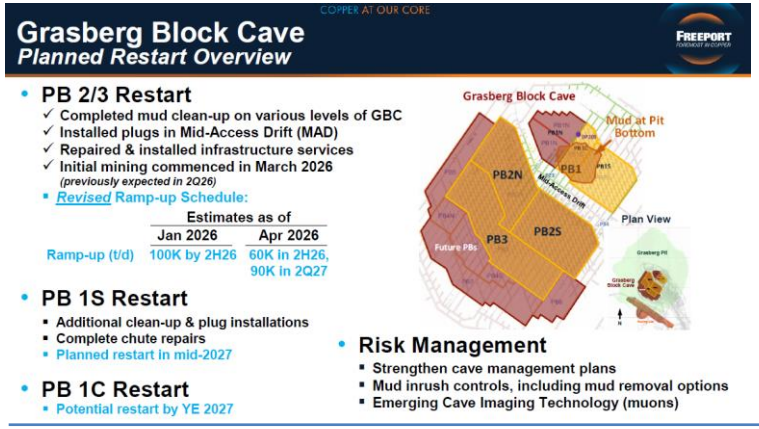
备注
1：卡莫阿-卡库拉2026-2028年铜产量指引口径为阳极铜。

资料来源：各公司公告，太平洋证券

1.2 印尼：产量波动较大

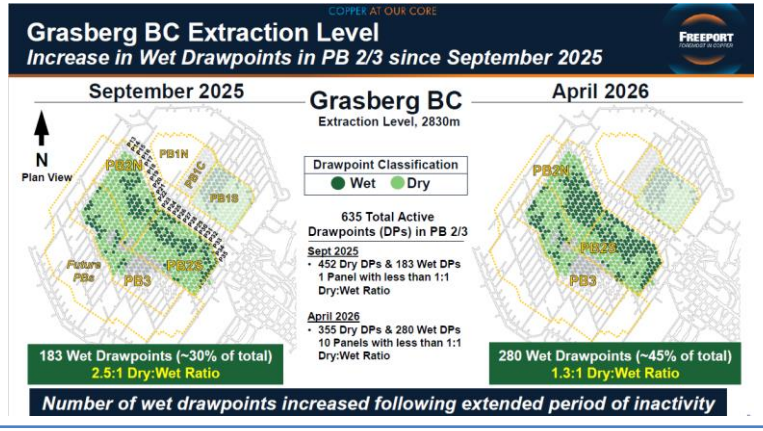
➢ **（1）Grasberg：**自由港麦克莫兰旗下Grasberg项目2025年铜金属产量为10亿磅（约46万吨），同比-43.6%；2025年9月该项目遭遇了泥石流灾害，矿山随即临时停工；同年10月，印尼自由港恢复了未受灾害影响的深部开采层矿区与Big Grasberg地下矿的生产作业；2025年Q4，相关事故调查与整改修复方案全部编制完成，Grasberg Block Cave地下矿将采取分阶段复产、产能爬坡的方式逐步恢复生产，复产工作将于2026年Q2启动；2026年5月，印尼自由港宣布Grasberg全面重启工作推后至2028年初，目标是在2026年下半年实现65%产能，2026年产量下调至7亿磅（约32万吨），2027年中期达到80%，并在2027年底接近满负荷产能。

图表6：Grasberg Block Cave复产规划总览



资料来源：自由港麦克莫兰公告，太平洋证券

图表7：Grasberg Block Cave湿放矿点数量大幅增加

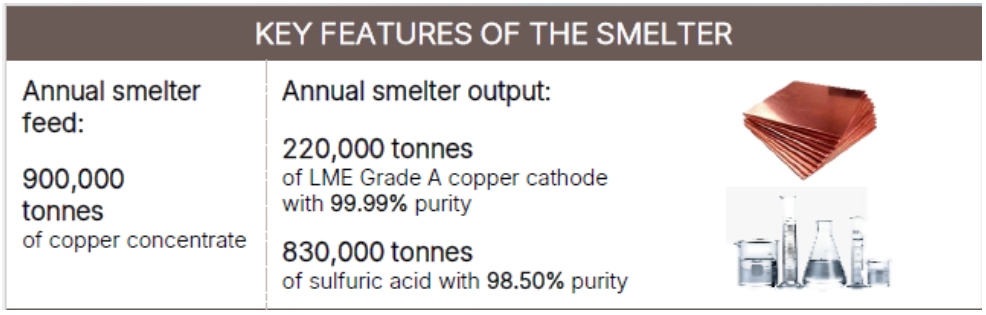


资料来源：自由港麦克莫兰公告，太平洋证券

1.2 印尼：产量波动较大

➢ **（2）Batu Hijau：**安曼矿业旗下Batu Hijau项目2024年铜金属产量2.1亿磅（约9.5万吨），同比+47.1%；2026年Batu Hijau项目预计产铜4.85亿磅（约22万吨），主要系精矿产量提升至90万吨，其中50万吨来自现有选矿厂，剩余40万吨来自新建选矿厂。

图表8：冶炼厂核心参数



资料来源：安曼矿业公告，太平洋证券

1.2 印尼：产量波动较大

➢ **（3）总结：**印尼最大的两个铜矿山Grasberg、Batu Hijau产量波动较大，2025年合计产铜减少44.0万吨；2026年Grasberg受制于泥石流灾害，产量继续下滑， Batu Hijau产量迅速修复；我们测算这两个项目2026-2028年铜合计增量分别为-1.8、25.4、20.0吨。

图表9：印尼主要增（减）量铜矿项目

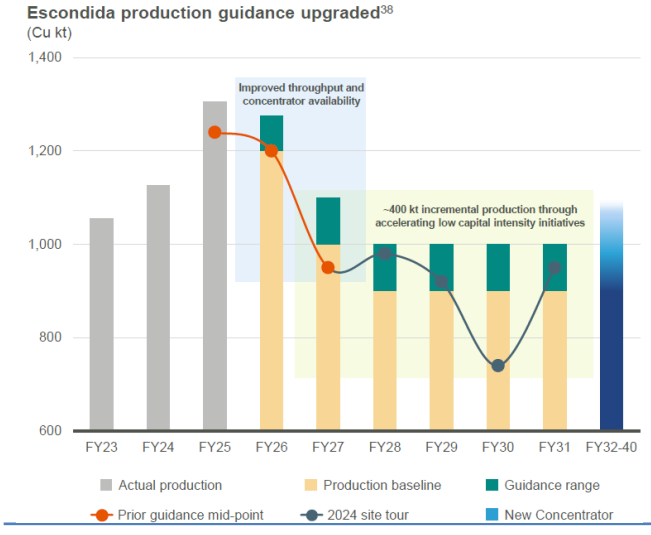
铜矿	所属企业	国家	铜金属产量（万吨）					矿山新增铜产量（万吨）			
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
Grasberg	自由港麦克莫兰	印尼	81.6	46.0	31.8	57.2	77.1	-35.6	-14.3	25.4	20.0
Batu Hijau	安曼矿业	印尼	17.9	9.5	22.0	22.0	22.0	-8.4	12.5	0.0	0.0
合计			**99.6**	**55.5**	**53.8**	**79.2**	**99.1**	**-44.0**	**-1.8**	**25.4**	**20.0**

资料来源：各公司公告，太平洋证券

1.3 智利：全球最大铜矿产国，产量略微承压

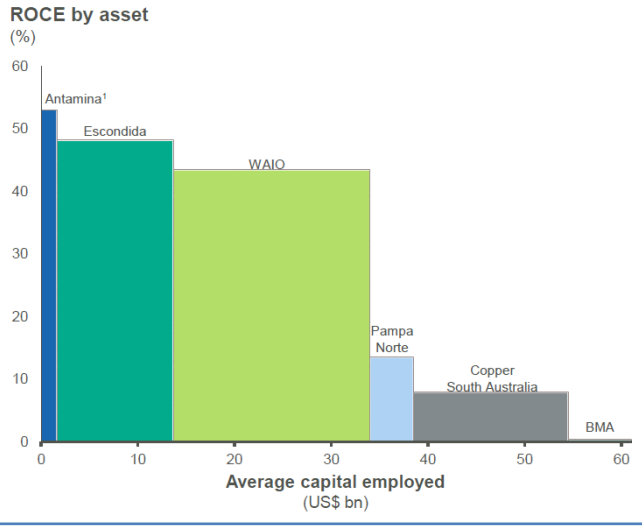
- （1）Escondida：必和必拓旗下Escondida是全球最大的铜矿之一，2025自然年Escondida铜金属产量130.7万吨，同比+5.3%，尽管品位下滑，创纪录的选矿处理量和金属回收率提升支撑了产量的增长；必和必拓上调产量指引，预计Escondida 2026财年铜产量为120.0-127.5万吨，2027财年指引为100-110万吨，中期年均产量指引（2028-2031财年）为90-100万吨。
- （2）Pampa Norte：必和必拓旗下Pampa Norte 2025自然年铜金属产量25.5万吨，同比+0.4%；中期年均产量指引（2028-2031财年）为23.5万吨，较为平稳。

图表10：Escondida产量指引



资料来源：必和必拓公告，太平洋证券

图表11： Escondida资本回报率较高



资料来源：必和必拓公告，太平洋证券

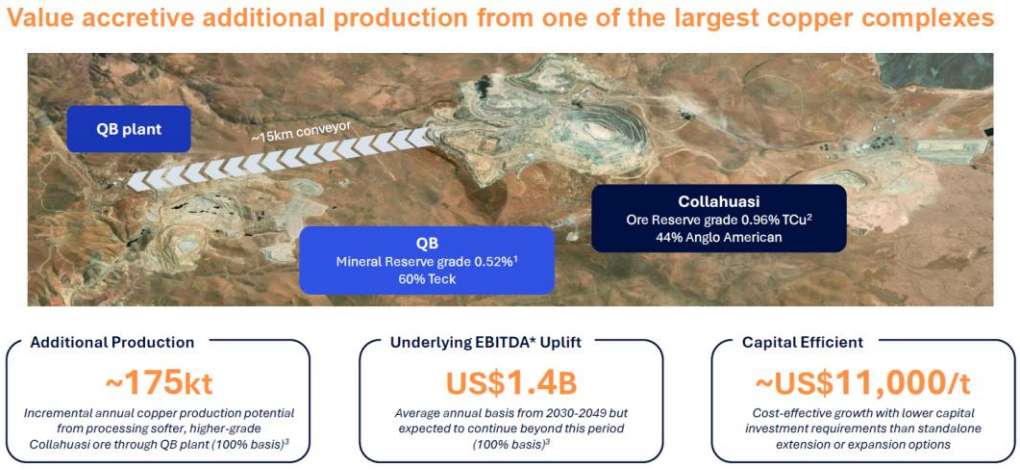
1.3 智利：全球最大铜矿产国，产量略微承压

- （3）Los Bronces：英美资源旗下Los Bronces为世界级铜矿，其铜资源占全球已知铜资源总量的2%以上，该矿山2025年铜金属产量16.5万吨，同比-4.5%，源于选矿处理量有所下滑；2026年，Los Bronces二号选矿厂重启，可额外增加2.5万吨铜产量；2027年，打通Donoso二号矿段开采通道后，矿石品位和开采规模均有望提升，带动产量增加；2028年，Los Bronces将进入另一高品位开采阶段。
- （4）El Soldado：英美资源旗下El Soldado项目2025年铜产量4.3万吨，同比-11.6%，主要系该矿山正处于新旧开采过渡阶段，英美资源按计划处理低品位矿堆，入选品位降低所致；受品位下滑影响，2026年该项目预计产铜3.5万吨，并且产量到2028年逐步下滑至2.5万吨。
- （5）Collahuasi：Collahuasi由英美资源和嘉能可共同控制，是全球最大的铜矿之一，无论是铜资源量还是矿石开采量均处于全球前列，其铜矿品位达到全球平均水平的两倍；该项目2025年铜产量为40.4万吨，同比-27.7%，源于矿石入选品位和金属回收率双降；2026年该项目预期产量同比下滑，但该项目开采原生高品位矿石量将会逐渐增加，因此下半年会表现更好；高品位矿石处理量增加将带动该项目2027年产量继续改善；2027年末，日处理21万吨选矿厂瓶颈改造工程完工，预计将为英美资源贡献约2.5万吨/年铜权益（对应44%持股比例）产量，Collahuasi整体增量约5.7万吨/年。

1.3 智利：全球最大铜矿产国，产量略微承压

➢ **（6）Quebrada Blanca：**泰克资源旗下Quebrada Blanca项目2025年铜产量19.0万吨，同比-8.7%，主要受到尾矿库建设进度制约，选矿厂需停工检修，以控制尾矿堆积速度；预计2026年这一停工检修时间会更长，2026年该项目预计产铜20.0-23.5万吨；预计到2027年起，尾矿库将不再制约产能释放，2027年该项目预计产铜24.0-27.5万吨；2028年该项目预计产铜22.0-25.5万吨，主要系届时矿石入选品位预计回落。目前，泰克资源与英美资源通过组建Anglo Teck集团推进对等合并；未来，若将Collahuasi品位更高、更易处理的矿石运送至Quebrada Blanca选矿厂，每年可新增约17.5万吨铜产量（100%权益口径）。

图表12：Collahuasi与Quebrada Blanca联合运营将大幅提升产量与效益



资料来源：泰克资源公告，太平洋证券

1.3 智利：全球最大铜矿产国，产量略微承压

- （7）Los Pelambres：安托法加斯塔旗下Los Pelambres项目2025年铜产量29.5万吨，同比-7.6%，主要系更频繁的停机检修、矿石开采难度上升、品位下滑导致矿石处理量下降；2026年该项目预计产铜34-36万吨，主要得益于品位回升、持续落地的运营优化项目。
- （8）Centinela：安托法加斯塔旗下Centinela项目2025年铜产量24.0万吨，同比+7.4%，主要源于铜精矿产量显著增长，尽管被阴极铜产量下滑抵消了部分增长；2026年该项目预计产铜19.5-21.5万吨，源于矿石品位回归至历年平均水平； Centinela二号选矿厂整体进度符合预期，整体工程竣工节点不晚于2027年末，该项目投产后将新增17万吨/年铜金属产量。
- （9）Antucoya：安托法加斯塔旗下Antucoya项目2025年铜产量8.1万吨，同比+1.0%，原矿处理速率和金属回收率均有提升；2026年该项目预计产铜8.5-9.0万吨。
- （10）Zaldívar：Zaldívar由安托法加斯塔和巴里克黄金共同控制，2025年Zaldívar（100%权益口径）铜产量为7.3万吨，同比-8.5%，主要系原矿处理速率和金属回收率均下滑；2026年Zaldívar（100%权益口径）铜产量指引为6.0-7.0万吨。
- （11）智利国家铜业：智利国家铜业旗下铜矿项目均位于智利，2025年从分矿山产量来看：

增量项目： Radomiro Tomic项目铜产量29.5万吨，同比+9.2%，主要系矿石送入Chuquicamata选矿厂处理量增加，以及矿石入选品位小幅提升；Ministro Hales项目铜产量15.3万吨，同比+25.1%，得益于物料周转量、矿石品位、金属回收率同步提升；Salvador2025年铜产量4.7万吨，较2024年0.6万吨产量有显著增长，主要系Rajo Inca项目自2024年投产以来持续爬坡，以及2025年8月选矿厂竣工，矿区转入一体化生产模式，矿石处理量持续提升；

1.3 智利：全球最大铜矿产国，产量略微承压

➢**减量项目：**Chuquicamata项目铜产量26.6万吨，同比-8.0%，主要系智利国家铜业为优化整体运营效率，优先输送Radomiro Tomic矿石进入Chuquicamata选矿厂；Gabriela Mistral项目铜产量8.2万吨，同比-20.8%，主要系矿石入选品位和金属回收率同步下滑，符合该矿山开采规划；El Teniente项目铜产量31.0万吨，同比-13.0%，主要系2025年7月31日发生安全事故，Andesita和Recursos Norte矿区停产，Andes Norte和Diamante矿区逐步恢复正常生产；

持平项目：Andina项目产量18.2万吨，同比持平，主要系2025年末露天采场处理量和入选品位双双提升，抵消了年内大部分时段矿石入选品位较低的影响。

智利国家铜业2025年铜产量133.4万吨（不含权益口径产量），2026年预期产铜133.1-135.7万吨。

图表13：智利国家铜业矿山产量

铜矿	铜金属产量（万吨）			
	2024	2025	2025增量	2026E
Radomiro Tomic	27.1	29.5	2.5	
Ministro Hales	12.2	15.3	3.1	
Salvador	0.6	4.7	4.1	
Chuquicamata	28.9	26.6	-2.3	
Gabriela Mistral	10.3	8.2	-2.1	
El Teniente	35.6	31.0	-4.6	
Andina	18.2	18.2	0.0	
智利国家铜业合计	**132.9**	**133.4**	**0.6**	**133.1-135.7**

资料来源：智利国家铜业公告，太平洋证券

1.3 智利：全球最大铜矿产国，产量略微承压

➢ **（12）总结：**智利为全球最大的铜矿产国之一，我们测算以上铜矿项目2026-2028年合计铜增量分别为-5.4、-2.5、4.7万吨，产量略微承压。

图表14：智利主要增（减）量铜矿项目

铜矿	所属企业	国家	铜金属产量（万吨）					矿山新增铜产量（万吨）			
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
Escondida[2]	必和必拓	智利	124.1	130.7	118.3	105.0	95.0	6.6	-12.4	-13.3	-10.0
Pampa Norte[3]	必和必拓	智利	25.4	25.5	25.3	23.5	23.5	0.1	-0.2	-1.8	0.0
Los Bronces	英美资源	智利	17.2	16.5	19.5	24.0	27.0	-0.8	3.0	4.5	3.0
El Soldado	英美资源	智利	4.8	4.3	3.5	3.0	2.5	-0.6	-0.8	-0.5	-0.5
Collahuasi	英美资源&嘉能可	智利	55.9	40.4	40.0	44.5	50.2	-15.5	-0.4	4.5	5.7
Quebrada Blanca	泰克资源	智利	20.8	19.0	21.8	25.8	23.8	-1.8	2.8	4.0	-2.0
Los Pelambres	安托法加斯塔	智利	32.0	29.5	35.0	35.0	35.0	-2.4	5.5	0.0	0.0
Centinela	安托法加斯塔	智利	22.4	24.0	20.5	20.5	29.0	1.7	-3.5	0.0	8.5
Antucoya	安托法加斯塔	智利	8.0	8.1	8.8	8.8	8.8	0.1	0.6	0.0	0.0
Zaldívar	安托法加斯塔&巴里克黄金	智利	8.0	7.3	6.5	6.5	6.5	-0.7	-0.8	0.0	0.0
智利铜业	智利铜业	智利	132.9	133.4	134.4	134.4	134.4	0.6	1.0	0.0	0.0
合计			**451.5**	**438.8**	**433.4**	**430.9**	**435.5**	**-12.7**	**-5.4**	**-2.5**	**4.7**

备注
2：Escondida2026年产量预期为26H1产量年化，2027年产量指引取自必和必拓FY27指引中值，2028年产量指引取自必和必拓中期（FY28-FY31）指引中值
3：Pampa Norte2026年产量预期为26H1产量年化，2027-2028年产量指引取自必和必拓中期（FY28-FY31）指引。

资料来源：各公司公告，太平洋证券

1.4 秘鲁：铜增量项目较少

- （1）Tia Maria：Tia Maria是南方铜业在秘鲁阿雷基帕的新建绿地矿山项目，该项目将采用业界顶尖的溶剂萃取-电积（SX-EW）工艺技术，遵循全球最高环保标准，年产阴极铜12万吨，预计项目于2027年投产，该项目是南方铜业未来主要的增量项目。
- （2）Quellaveco：英美资源旗下Quellaveco项目2025年铜产量31.0万吨，同比+1.3%；2026年该项目预计铜产量为31-34万吨，按照既定的开采品位时序曲线规划，产量集中释放于下半年；2027年预计产铜30-33万吨，届时产量将受到计划性的停产检修影响；2028年预计产铜29-32万吨，维持平稳，实际产量或受到供水情况约束。
- （3）Las Bambas：五矿资源旗下Las Bambas项目2025年铜产量41.1万吨，同比+27.2%，主要得益于运营效率提升、战略性设备升级以及矿石入选品位提升；2026年该项目预计产铜38-40万吨。
- （4）总结：秘鲁近年来铜矿增量项目较少，我们测算以上铜矿项目2026-2028年合计铜增量分别为-0.6、-3.0、8.0万吨，贡献小幅增量。

图表15：秘鲁主要增（减）量铜矿项目

铜矿	所属企业	国家	铜金属产量（万吨）					矿山新增铜产量（万吨）			
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
Tia Maria	南方铜业	秘鲁	0.0	0.0	0.0	3.0	12.0	0.0	0.0	3.0	9.0
Quellaveco	英美资源	秘鲁	30.6	31.0	32.5	31.5	30.5	0.4	1.5	-1.0	-1.0
Las Bambas	五矿资源	秘鲁	32.3	41.1	39.0	40.0	40.0	8.8	-2.1	1.0	0.0
合计			62.9	72.1	71.5	74.5	82.5	9.2	-0.6	3.0	8.0

资料来源：各公司公告，太平洋证券

1.5 赞比亚：重要的铜矿增量国

- （1）KCM：Vedanta旗下KCM（Konkola Copper Mine）是赞比亚新增铜矿项目，2025年铜金属产量8.0万吨，同比+366.6%；Vedanta预计该项目铜产量将会自2026财年的14万吨提升至2031财年的30万吨。
- （2）Mopani：阿联酋IRH旗下Mopani项目2025年铜金属产量超7万吨，同比+40%；该项目预计2026年产铜11.9万吨，至2031年年产量达到22.6万吨。
- （3）Kansanshi：第一量子旗下Kansanshi项目2025年铜金属产量18.1万吨，同比+5.8%；随着Kansanshi S3项目投产产量有望逐步提升，2026年预期产铜17.5-20.5万吨，2027年预期产铜21-24万吨，2028年预期产铜23-26万吨。
- （4）总结：赞比亚是近年来主要的铜矿产量增长国，我们测算以上铜矿项目2026-2028年合计铜增量分别为11.8、6.6、6.0万吨，有望持续增长。

图表16：赞比亚主要增（减）量铜矿项目

铜矿	所属企业	国家	铜金属产量（万吨）					矿山新增铜产量（万吨）			
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
KCM	Vedanta	赞比亚	1.7	8.0	14.0	16.0	18.0	6.3	6.0	2.0	2.0
Mopani	阿联酋IRH	赞比亚	5.0	7.0	11.9	13.0	15.0	2.0	4.9	1.1	2.0
Kansanshi	第一量子	赞比亚	17.1	18.1	19.0	22.5	24.5	1.0	0.9	3.5	2.0
合计			23.8	33.1	44.9	51.5	57.5	9.3	11.8	6.6	6.0

资料来源：各公司公告，太平洋证券

1.6 中国：核心增长来自巨龙铜矿

- **（1）巨龙铜矿：**紫金矿业旗下巨龙铜矿是国内近年来最大的铜矿项目之一，2025年该项目矿产铜产量为19.4万吨，同比+16.5%；巨龙铜矿二期于2026年1月23日建成投产，预计2026年产铜30万吨；未来三期投产后，年产量有望达60万吨。
- **（2）总结：**中国铜矿增量核心来源为巨龙铜矿，我们测算巨龙铜矿2026-2028年合计铜增量分别为10.6、4、0万吨，且未来仍有较大增长空间。

图表17：中国主要增（减）量铜矿项目

铜矿	所属企业	国家	铜金属产量（万吨）					矿山新增铜产量（万吨）			
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
巨龙铜矿	紫金矿业	中国	16.6	19.4	30.0	34.0	34.0	2.7	10.6	4.0	0.0
合计			**16.6**	**19.4**	**30.0**	**34.0**	**34.0**	**2.7**	**10.6**	**4.0**	**0.0**

资料来源：各公司公告，太平洋证券

1.7 供应汇总

图表18：主要增（减）量铜矿项目汇总

铜矿	所属企业	国家	铜金属产量（万吨）					矿山新增铜产量（万吨）			
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
卡莫阿-卡库拉[1]	艾芬豪	刚果（金）	43.7	38.9	31.0	40.0	50.0	-4.8	-7.9	9.0	10.0
KCC	嘉能可	刚果（金）	19.1	18.9	22.0	25.0	28.0	-0.2	3.1	3.0	3.0
Mutanda	嘉能可	刚果（金）	3.4	5.9	7.5	5.5	8.0	2.5	1.6	-2.0	2.5
TFM+KFM	洛阳钼业	刚果（金）	65.0	74.1	79.0	85.0	95.0	9.1	4.9	6.0	10.0
Kinsevere	五矿资源	刚果（金）	4.5	5.3	7.0	7.5	7.5	0.8	1.7	0.5	0.0
Grasberg	自由港麦克莫兰	印尼	81.6	46.0	31.8	57.2	77.1	-35.6	-14.3	25.4	20.0
Batu Hijau	安曼矿业	印尼	17.9	9.5	22.0	22.0	22.0	-8.4	12.5	0.0	0.0
Escondida[2]	必和必拓	智利	124.1	130.7	118.3	105.0	95.0	6.6	-12.4	-13.3	-10.0
Pampa Norte[3]	必和必拓	智利	25.4	25.5	25.3	23.5	23.5	0.1	-0.2	-1.8	0.0
Los Bronces	英美资源	智利	17.2	16.5	19.5	24.0	27.0	-0.8	3.0	4.5	3.0
El Soldado	英美资源	智利	4.8	4.3	3.5	3.0	2.5	-0.6	-0.8	-0.5	-0.5
Collahuasi	英美资源&嘉能可	智利	55.9	40.4	40.0	44.5	50.2	-15.5	-0.4	4.5	5.7
Quebrada Blanca	泰克资源	智利	20.8	19.0	21.8	25.8	23.8	-1.8	2.8	4.0	-2.0
Los Pelambres	安托法加斯塔	智利	32.0	29.5	35.0	35.0	35.0	-2.4	5.5	0.0	0.0
Centinela	安托法加斯塔	智利	22.4	24.0	20.5	20.5	29.0	1.7	-3.5	0.0	8.5
Antucoya	安托法加斯塔	智利	8.0	8.1	8.8	8.8	8.8	0.1	0.6	0.0	0.0
Zaldívar	安托法加斯塔&巴里克黄金	智利	8.0	7.3	6.5	6.5	6.5	-0.7	-0.8	0.0	0.0
智利铜业	智利铜业	智利	132.9	133.4	134.4	134.4	134.4	0.6	1.0	0.0	0.0
Tia Maria	南方铜业	秘鲁	0.0	0.0	0.0	3.0	12.0	0.0	0.0	3.0	9.0
Quellaveco	英美资源	秘鲁	30.6	31.0	32.5	31.5	30.5	0.4	1.5	-1.0	-1.0
Las Bambas	五矿资源	秘鲁	32.3	41.1	39.0	40.0	40.0	8.8	-2.1	1.0	0.0
KCM[4]	Vedanta	赞比亚	1.7	8.0	14.0	16.0	18.0	6.3	6.0	2.0	2.0
Mopani	阿联酋IRH	赞比亚	5.0	7.0	11.9	13.0	15.0	2.0	4.9	1.1	2.0
Kansanshi	第一量子	赞比亚	17.1	18.1	19.0	22.5	24.5	1.0	0.9	3.5	2.0
巨龙铜矿	紫金矿业	中国	16.6	19.4	30.0	34.0	34.0	2.7	10.6	4.0	0.0
合计			790.1	761.9	780.0	833.0	897.2	-28.1	18.1	53.0	64.1

1.7 供应汇总

- **（1）主要项目增量：**我们统计近三年全球主要铜矿增量项目，测算2026-2028年以上铜矿项目合计铜金属增量分别为18、53、64万吨。
- **（2）存量项目：**根据Discovery Alert测算，成熟铜矿项目在其生命周期品位年平均下降2%-4%，考虑到在铜价较高时期，企业会通过增加矿石处理量、提高金属回收率等措施对冲品位下滑压力，因此我们假设成熟在产矿山年产量减少1%。
- **（3）铜供应增量：**我们假设再生铜年产量复合增长5%，经测算，2026-2028年全球铜供应量分别为2825、2888、2965万吨，同比分别增加28、64、76万吨。

图表19：铜供应量预测

供应类型	铜产量（万吨）					铜增量（万吨）		
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
矿山增量项目	790	762	780	833	897	18	53	64
矿山存量项目	1,510	1,538	1,523	1,507	1,492	-15	-15	-15
合计矿山产量	**2,300**	**2,300**	**2,303**	**2,340**	**2,390**	**3**	**38**	**49**
再生铜产量	**471**	**497**	**522**	**548**	**575**	**25**	**26**	**27**
铜供应总量	**2,771**	**2,797**	**2,825**	**2,888**	**2,965**	**28**	**64**	**76**

资料来源：美国地质调查局、Discovery Alert、各公司公告，太平洋证券

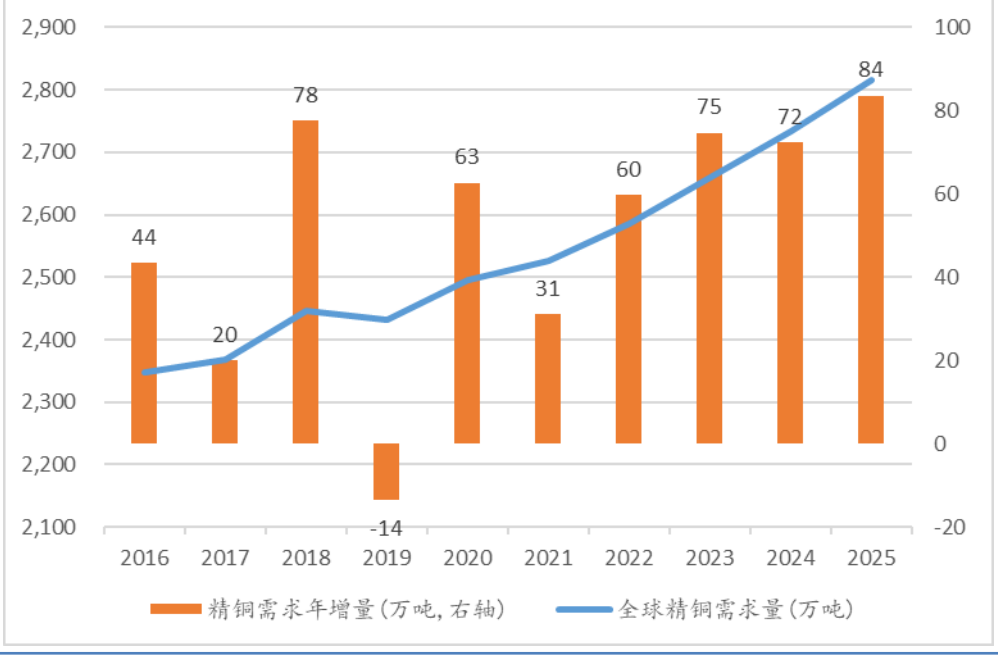
目录

1、铜供应：矿山增量项目汇总
2、铜需求：车、风、光、数据中心多点开花
3、投资建议与风险提示

2.1 铜整体需求：增长呈现加速态势

➢ **（1）全球铜需求：**根据ICSG数据，近10年全球精铜需求从2016年的2348万吨上升至2025年的2816万吨，复合增长2%，近年来需求呈现加速增长趋势。

图表20：全球精铜需求量及年增长量

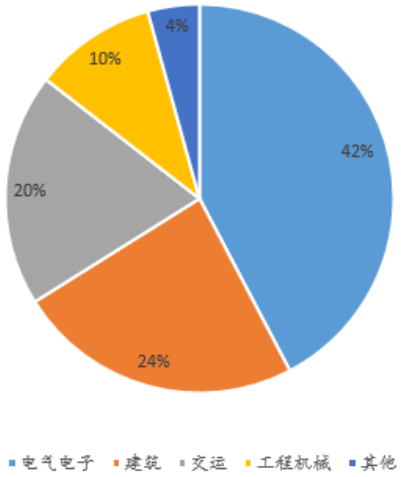


资料来源：ICSG，太平洋证券

2.1 铜整体需求：增长呈现加速态势

➢ **（2）铜需求结构：**根据DataIntelo数据，铜下游需求主要为：电气电子（42%）、建筑（24%）、交运（19%）、工程机械（10%）、其他（4%）。电气和电子涵盖铜线、电缆、电力设备等，受益于全球经济向电气化转变；建筑主要包括住宅、商业和工业建筑中的管道、材料和结构件等，该领域受益于新兴国家的城市化趋势；交运主要由汽车等构成，汽车电动化加大对铜的需求；工程机械主要包含变压器、电动机等工业设备，该领域主要由新兴国家制造业扩张以及发达经济体老旧设备更换驱动；其他主要包括电信、航空航天、医疗等行业。

图表21：全球铜需求结构



资料来源：DataIntelo，太平洋证券

2.2 新兴领域需求：汽车、风光、数据中心多点开花

➢ **（1）汽车：**根据OICA、CleanTechnica等数据，2025年全球汽车销量9980万辆，其中新能源汽车销量2054万辆，渗透率21%。根据Abiresearch预测，2026年全球汽车销量将超过9700万辆，并将以2.1%的复合增速增长至2035年；根据IEA预测，新能源汽车2026年销量2300万辆，到2035年将会增长至5500万辆，复合增速约10%。ICSG测算，纯电、插电式混动、燃油车单车用铜量分别为83、60、23公斤，我们测算2026-2028年汽车用铜量分别为343、360、378万吨，对应增量分别为7、17、18万吨。

图表22：汽车用铜需求测算

	单位	2025	2026E	2027E	2028E
新能源车销量	万辆	2,054	2,300	2,530	2,783
其中纯电	万辆	1,334	1,507	1,670	1,851
插电式混动	万辆	720	794	860	932
燃油车销量	万辆	7,926	7,400	7,374	7,329
汽车销量合计		**9,980**	**9,700**	**9,904**	**10,112**
纯电车用铜量	万吨	111	125	139	154
插电式混动车用铜量	万吨	43	48	52	56
燃油车用铜量	万吨	182	170	170	169
合计用铜量	**万吨**	**336**	**343**	**360**	**378**
汽车用铜增量	**万吨**		**7**	**17**	**18**

资料来源：OICA、CleanTechnica、国际能源署、Abiresearch、IEA、ICSG，太平洋证券

2.2 新兴领域需求：汽车、风光、数据中心多点开花

➢ （2）光伏&风电：**光伏方面**：根据IEA数据，2025年全球光伏新增装机698GW，同比增长20%；受中国并网截止日期约束，2025年中国光伏装机量集中落地使得基数较高，2026年光伏新增装机量或将有所回落；欧洲光伏协会预测2026年全球光伏新增装机量612GW，为十年来首次负增长，不过2027年后预计将重回上升趋势，2027-2030年新增光伏装机量分别为689、742、804、864GW。**风电方面**：根据全球风能协会数据， 2025年全球风电新增装机165GW，同比增长40%，其中陆上、海上风电分别为155、9GW；全球风能协会预测2025-2030年全球风电新增装机量复合增速为5%，其中海上风电增速更高。根据泰克资源发布的相关数据，每1MW光伏、陆上风电、海上风电用铜量分别为5.0、4.3、9.6吨，我们测算2026-2028年风光合计用铜量同比分别增加-33、47、29万吨。

图表23：风电&光伏用铜需求测算

		2025	2026E	2027E	2028E
光伏新增装机量	GW	698	612	689	742
风电新增装机量	GW	165	178	187	193
其中陆上风电	GW	155	160	160	167
海上风电	GW	9	18	27	26
光伏用铜	万吨	349	306	345	371
风电用铜	万吨	76	86	94	97
其中陆上风电	万吨	67	69	69	72
海上风电	万吨	9	17	26	25
风光合计用铜	**万吨**	**425**	**392**	**439**	**468**
风光用铜增量	**万吨**		**-33**	**47**	**29**

资料来源：IEA、欧洲光伏协会、全球风能协会、泰克资源，太平洋证券

2.2 新兴领域需求：汽车、风光、数据中心多点开花

➢ **（3）数据中心：**由人工智能、云计算和数字服务推动的数据中心快速增长，根据JLL预测，在2025年至2030年间，全球将新增近100GW的新型数据中心，从2025年的103GW增长至2030年的200GW。美国地质调查局测算新型数据中心单GW用铜量为2-4万吨，我们取3万吨/GW作为测算值，2026-2028年数据中心用铜量分别为36、45、60万吨，同比分别增加18、9、15万吨。

图表24：数据中心用铜需求测算

		2025	2026E	2027E	2028E
数据中心装机规模	GW	103	115	130	150
新增数据中心装机量	GW	6	12	15	20
数据中心用铜量	**万吨**	**18**	**36**	**45**	**60**
数据中心用铜增量	**万吨**		**18**	**9**	**15**

资料来源：JLL、美国地质调查局，太平洋证券

2.2 新兴领域需求：汽车、风光、数据中心多点开花

➢ **（4）汇总：**汽车、光伏、风电及数据中心为铜在新兴领域的主要需求增量来源，我们测算该部分2026-2028年铜需求量分别为771、844、906万吨，同比分别增加-8、73、63万吨。

图表25：新兴领域用铜需求测算

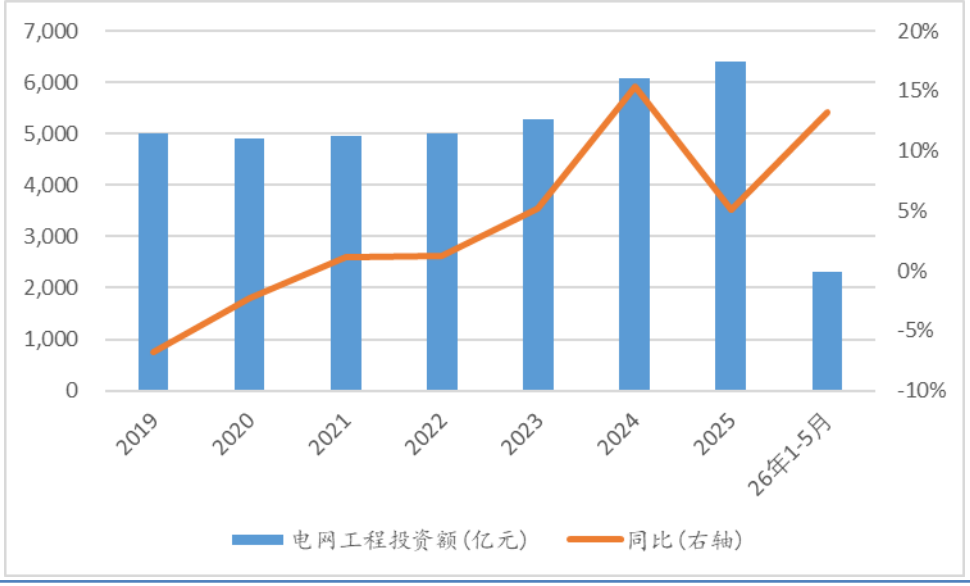
	单位	2025	2026E	2027E	2028E
汽车用铜量	万吨	336	343	360	378
光伏用铜	万吨	349	306	345	371
风电用铜	万吨	76	86	94	97
数据中心用铜量	万吨	18	36	45	60
合计用铜量		**779**	**771**	**844**	**906**
铜需求增量			**-8**	**73**	**63**

资料来源：OICA、CleanTechnica、国际能源署、Abiresearch、IEA、ICSG 、欧洲光伏协会、全球风能协会、泰克资源、JLL、美国地质调查局，太平洋证券

2.3 需求汇总

➢ **（1）电网投资：**国内电网投资持续高增，2025年中国电网工程投资额6395亿元，同比+5%；2026年前5月投资额2309亿元，同比+13%。2026年6月，国家发改委印发《新型能源体系建设“十五五”规划》，加快新型电网建设，“十五五”全国电网固定资产投资将达到5万亿元以上，较“十四五”增长30%以上。

图表26：电网工程投资持续提升



资料来源：中国电力企业联合会，太平洋证券

2.3 需求汇总

➢ **（2）铜总需求：**我们对电网（含电子设备等）、建筑、其他交运设备、工程机械、其他板块铜需求复合增长假设分别为3%、-1%、1%、1%、0%，测算2026-2028年全球铜需求总量分别为2829、2923、3008万吨，同比分别增加13、94、85万吨，铜需求有望在2027年恢复高增长。

图表27：铜总需求测算

铜需求量（万吨）	增长率	2025	2026E	2027E	2028E
电气电子		**1,191**	**1,199**	**1,278**	**1,346**
其中光伏&风电		425	392	439	468
数据中心		18	36	45	60
其他(电网、电子设备等)	3%	749	771	794	818
建筑	**-1%**	**670**	**664**	**657**	**650**
交运		**546**	**555**	**574**	**595**
其中汽车部分		336	343	360	378
其他交运设备	1%	210	212	214	217
工程机械	**1%**	**287**	**290**	**293**	**296**
其他	**0%**	**121**	**121**	**121**	**121**
合计		**2,816**	**2,829**	**2,923**	**3,008**
铜需求增量			**13**	**94**	**85**

资料来源：OICA、CleanTechnica、国际能源署、Abiresearch、IEA、ICSG 、欧洲光伏协会、全球风能协会、泰克资源、JLL、美国地质调查局，太平洋证券

2.3 需求汇总

➢ **（3）供需平衡表：**供应端，铜矿增量项目贡献主要增量，再生铜也是重要的增量贡献，然而存量矿山品位下滑形成拖累；需求端，受益于电网投资高增、新能源汽车、光伏、风电、数据中心多重景气赛道驱动，铜需求增量充足，上行确定性较强；我们测算2026-2028年铜供需缺口分别为-5、-35、-43万吨，铜市场呈现供需双强态势，供应端的增长预计将落后于需求增长。

图表28：铜供需平衡表

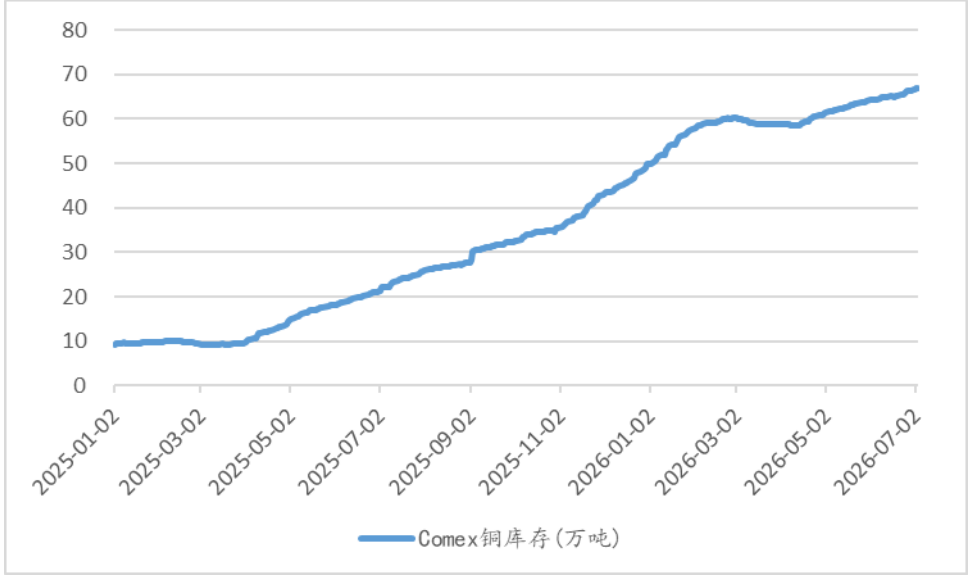
	单位	2025	2026E	2027E	2028E
铜总需求	万吨	2,816	2,829	2,923	3,008
铜总供应	万吨	2,797	2,825	2,888	2,965
供需缺口（供应-需求）	万吨	-19	-5	-35	-43

资料来源：OICA、CleanTechnica、国际能源署、Abiresearch、IEA、ICSG 、欧洲光伏协会、全球风能协会、泰克资源、JLL、美国地质调查局、美国地质调查局、Discovery Alert、各公司公告，太平洋证券

2.4 铜库存：Comex铜库存持续增加

受美国铜关税政策预期影响，美国市场持续囤积铜精矿；2025年Comex铜库存从年初的9.3万吨增长至年末的49.8万吨，净增加40.5万吨；到2026年6月底，Comex铜库存为66.6万吨，较年初净增加16.8万吨，美国铜关税政策预期加剧了铜市场供应缺口。

图表29：Comex铜库存量



资料来源：CME，太平洋证券

目录

1、铜供应：矿山增量项目汇总
2、铜需求：车、风、光、数据中心多点开花
3、投资建议与风险提示

投资建议

投资建议：受益于全球经济电气化趋势发展，铜需求有望持续高增，供应端增长主要来自增量矿山项目和再生铜增长，供需呈现双强格局；然而受制于成熟在产矿山品位下滑和新项目建设投产进度，供应增长滞后于需求增长，铜价有望延续强势。**重点标的：**紫金矿业、洛阳钼业、藏格矿业等。

风险提示：需求不及预期，美国铜关税政策影响，供应端超预期释放

图表30：相关标的

公司名称	股价（元）	净利润（百万元）			EPS（元/股）			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
紫金矿业	27.8	80,115	101,205	127,539	3.01	3.81	4.80	9.2	7.3	5.8
洛阳钼业	18.5	31,164	34,991	40,020	1.46	1.64	1.87	12.7	11.3	9.9
藏格矿业	73.4	7,087	8,778	9,887	4.51	5.59	6.29	16.3	13.1	11.7

资料来源：iFind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；
看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机 构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。