

铜行业快评

优于大市

铜精矿长单加工费创历史新低，冶炼利润承压

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 有色金属

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn 执证编码：S0980520040001
 证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn 执证编码：S0980522080003

事项：

12月初，智利矿业公司安托法加斯塔和国内某头部铜冶炼厂达成协议，将2025年铜精矿加工精炼费用(TC/RC)分别定为21.25美元/吨和2.125美分/磅，大幅低于2024年的80美元/吨和8美分/磅，同比下降73.4%。

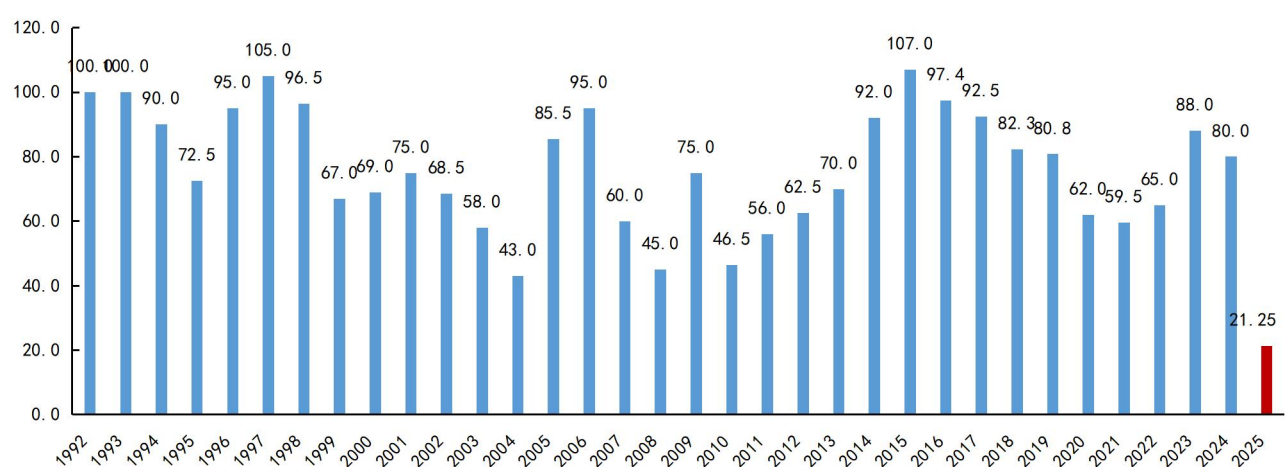
国信金属观点：近几年铜粗炼产能集中投放，导致粗炼产能相对于精矿过剩，精矿加工费可能持续承压，高成本产能将陆续减产。国内大型上市铜冶炼企业大部分是国有企业，抗风险能力强；冶炼技术处于全球领先水平，冶炼成本处于全球成本曲线左侧，在极低加工费的情况下仍能保持一定利润，长期来看受益于全球铜冶炼产能出清。国家相关部门已发文严控铜冶炼新增产能，行业远期格局向好。**相关标的：**铜陵有色、江西铜业、云南铜业。**风险提示：**铜精矿生产扰动超预期；铜冶炼产能扩张超预期。

评论：

◆ 铜精矿长单加工费创历史新低，铜冶炼利润承压

市场原先预期今年长单加工费谈判比较艰难，买卖双方心理价位相差太大，不少机构推测粗炼加工费落在35-40美元/吨，刚好处于冶炼厂盈亏平衡线附近。实际结果出来后，确实比预想的要低。据了解其他冶炼厂不一定参照这个长单，可能各自去谈，并且如此低的加工费，冶炼厂可能降低长单比例。今年长单加工费比较高，几家大型冶炼企业长单占比至少60%，明年可能大幅下降。

图1：铜精矿长单加工费创历史新低（美元/吨）



资料来源：CRU、国信证券经济研究所整理

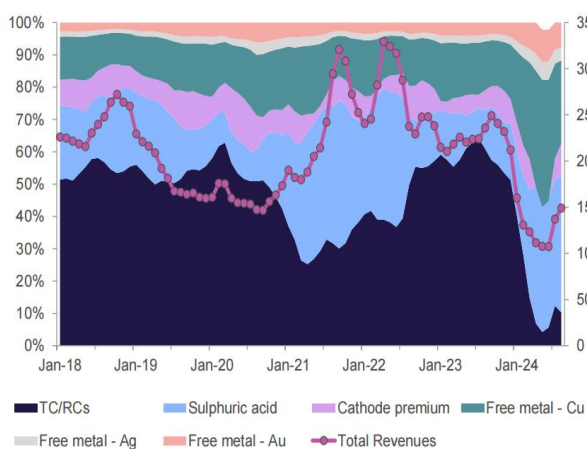
铜冶炼盈利模式。铜冶炼有三个主要盈利来源：

一是冶炼加工费（TC/RC）收益，如果 2025 年铜精矿长单加工费 21.25 美元/吨，则吨铜的加工费收入为 $21.25 * (1/25\% + 0.1 * 22.04) = 132$ 美元/吨，如果美元兑人民币汇率 7.2，则折合人民币 950 元/吨。假设冶炼成本为 2000 元/吨，不考虑副产品盈利，则冶炼毛利润就是 $950 - 2000 = -1050$ 元/吨。

二是铜冶炼回收率收益，行业惯例是铜矿山出售铜精矿，按照 96.5% 冶炼回收率计价，而国内冶炼工艺水平较高，实际冶炼回收率在 98% 或更高，这就可以赚取铜价 1.5% 的收益，即“Free Metal”。

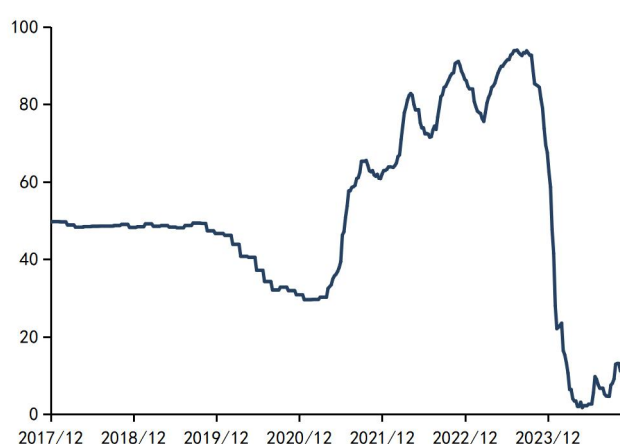
三是硫酸、金银等副产品收益，用硫化矿生产 1 吨粗铜，副产 3.5 吨硫酸，制酸成本一般在 150 元/吨左右，而硫酸价格波动较大，在 2022 年中一度高达 1000 元/吨，低谷时需要亏本出货，因此冶炼厂的硫酸盈利波动极大。铜矿中富集的金、银等贵金属，在铜精矿当中已经计价，一般按照 90% 冶炼回收率计价，如果冶炼厂回收率高于此，高出的部分就是利润。矿石中微量的铂铑钯等贵金属经过冶炼富集后，也有不错的利润。所以为了应对极低加工费，冶炼厂普遍加强了多金属回收。

图2：中国铜冶炼厂收入构成（美元/吨）



资料来源：CRU、国信证券经济研究所整理

图3：铜精矿现货加工费 TC（美元/吨）



资料来源：ifind、国信证券经济研究所整理

在铜精矿粗炼加工费大幅降低的情况下，冶炼厂为了保产量，一方面加强副产品回收，恰逢贵金属价格处于历史较高水平，可以弥补一部分低加工费的影响，另一方面增加废铜用量。无论采取何种措施，低加工费对利润的影响仍将十分显著，如上图所示，冶炼厂的收入大部分来自加工费，加工费的高低基本决定了冶炼厂盈利水平的高低。某些特殊年份高企的硫酸价格可以抵消加工费的影响，如 2021-2022 年。

◆ 极低加工费的原因——冶炼产能增量远大于铜矿增量

长单加工费下降主因冶炼产能集中投产，冶炼环节相对过剩。近几年是国内外铜粗炼产能的集中投放期，根据上海有色网的统计，2025 年将有 182 万吨铜粗炼产能投产，远超过铜精矿的增量。由于新增铜粗炼产能要么依托大型矿山就地建设，如自由港印尼项目或者 Kamoā 冶炼厂，要么位于沿海地区具备区位优势，如铜陵有色新材料项目或者金川防城港项目。新增项目成本低，在精矿供应不足的情况下，要通过压低加工费迫使高成本的老旧冶炼产能减产，改变铜精矿供需失衡现状。

严控铜冶炼新增产能有利于远期格局改善。2024 年 5 月份，国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，其中提到“优化有色金属产能布局，严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能”。由于已经审批和在建的冶炼项目比较多，最近 3 年铜冶炼产能过剩，因此文件更有利于改善远期供需格局。铜冶炼现状与氧化铝产能现状非常类似，都要经历一个沿海低成本产能替代内陆高成本产能的过程，在这个过程中必然要挤压冶炼环节利润。

表1: 全球铜精矿供需平衡 (单位: 千吨)

年份	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
铜精矿产量	18114	18946	19618	19657	20295	20578	20723	20781
冶炼损失	290	303	314	315	325	329	332	333
铜粗炼产量	17822	18572	19097	19447	20647	20847	20447	20297
铜精矿库存变动	71	74	76	117	145	125	123	122
全球铜精矿供需平衡	-69	-4	131	-221	-822	-724	-178	30

资料来源: 上海有色网、国信证券经济研究所整理

表2: 几家大型铜冶炼上市公司产能概况 (单位: 万吨)

	江西铜业	铜陵有色	云南铜业
铜冶炼产能 (粗炼+精炼)	168	171	135
铜粗炼产能-并表	148	141	135
铜粗炼产能-权益	116	111	92

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

近几年铜粗炼产能集中投放, 粗炼产能相对于精矿过剩, 精矿加工费可能持续承压, 高成本产能将陆续减产。国内大型上市铜冶炼企业大部分是国有企业, 抗风险能力强; 冶炼技术处于全球领先水平, 冶炼成本处于全球成本曲线左侧, 在极低加工费的情况下仍能保持一定利润, 长期来看受益于全球铜冶炼产能出清。国家相关部门已发文严控铜冶炼新增产能, 行业远期格局向好。**相关标的:** 铜陵有色、江西铜业、云南铜业。

◆ 风险提示:

铜精矿生产扰动超预期; 铜冶炼产能扩张超预期。

相关研究报告:

《白银行业专题-冉冉升起的贵金属》——2024-11-23

《金属行业 11 月投资策略-宏观政策刺激下, 看好金属价格走强》——2024-11-05

《金属行业 2024 年中报总结-工业金属和贵金属利润明显提升, 继续看好上游资源板块》——2024-09-17

《金属行业 9 月投资策略-供给扰动不断, 静待需求预期好转》——2024-09-07

《铝行业快评-行业基本面边际好转, 冶炼利润有望反弹》——2024-08-13

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032