

供需视角：历史新高或是起点，看好未来长期表现 ——铜行业深度报告



增持(维持)

行业： 有色金属
日期： 2024年11月13日

分析师： 王聪敏
E-mail: wangcongmin@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524070001
分析师： 魏亚军
E-mail: weiyajun@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523090004

核心观点

1、铜 2024M1-M10 复盘：多因素作用下，铜价创历史新高

宏观、供需多因素作用下，铜价于5月创下历史新高。回顾今年铜价走势，可分为四个阶段：年初-3月初横盘震荡、3月初-5月中旬持续走高、5月中旬-8月初震荡回调、8月初以来高位震荡。

2、供给端：供给端扰动持续发生，未来铜矿增量有限

铜矿方面，供给扰动持续发生，2024年M1-M8全球铜矿产出约1487.40万吨，同比2023年同期增长1.97%（低于2023年10月份ICSG预测的3.7%），增速不及预期。电解铜（原生+再生）方面：原料供应紧张，粗炼/精炼费下行至2019年以来低位，电解铜2024年M1-M8产量较上年同期增长1.73%。展望未来，我们认为矿端增量仍然有限，铜矿新增项目难以匹配冶炼产能放量，TC/RC预计仍将位于低位，预计2024-2025年铜矿供给增速分别为1.7%、3.5%。

3、需求端：需求平稳，看好新能源+电力带来的增量

2024年年初以来需求端表现偏稳。电解铜杆、铜管、铜板带、铜材企业2024年3-9月开工率在53.96%-94.44%内震荡，铜箔、黄铜棒开工率表现稍差，但整体基本稳定；2024年3-9月份电力、电子、家电、建筑、交通五大领域PMI在46.34-57.39内波动，其中家电、电子较好。全球2024年M1-M8累计铜消费量达到1778.80万吨，同比小幅下降0.14%，低于ICSG于2023年10月预测的2.7%（2024年全球铜需求增长预期），表现低于预期。展望未来，需求领域仍然值得期待：1)、新能源发电领域：风电、光伏单位装机耗铜量为传统能源发电的2-5倍，光伏领域2023-2026年耗铜量CAGR预计为14.81%，风电领域2023-2030年耗铜量CAGR预计为15.46%。2)、新能源汽车：新能源汽车单车用铜量达60kg/辆（插混）、83kg/辆（纯电），显著高于传统燃油车的23Kg/辆，新能源车领域2023-2026年耗铜量CAGR预计达19.78%。3)、电力领域：全球电力需求加速增长，国内“十四五”剩余计划电网投资额较十三五同期增长44.72%，将带动铜消耗量进一步增长。综合来看，全球铜需求有望恢复增长。

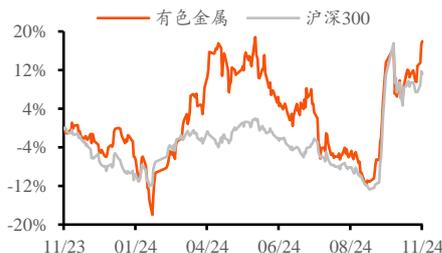
投资建议

尽管ICSG预测2025年全球铜供给仍将小幅过剩，但由2024年的过剩46.90万吨缩减至2025年的过剩19.40万吨，供需格局有所改善，叠加美联储已开启降息周期，看好铜价长期表现及相关标的。具体来看，从资源量和产量上来看，紫金矿业都是无可质疑的国内铜矿龙头。1、资源来看，截至2023年底，紫金矿业约7500万吨铜资源量位居榜首，次席为洛阳钼业。2、产量来看，2023年紫金矿业铜精矿产量约101万吨，位居榜首，五矿资源位居次席。3、静态储采比来看，以保有铜资源量/2023年铜矿产量来计算静态储采比，第一梯队为紫金矿业、洛阳钼业、金诚信，分别达到74年、88年、79年，云南铜业、江西铜业、铜陵有色、西部矿业为第二梯队，分别达到57年、43年、36年、46年，五矿资源偏低，为14年。

风险提示

美联储降息不及预期、下游需求不及预期、供给大幅增长引发产品价格下跌、政策变化带来供给收缩等。

近一年行业与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《国内刺激政策接连推出，金属价格走强》

——2024年10月09日

《以旧换新及设备更新新政策推出，看好终端需求向好》

——2024年08月15日

《政策制定详实且实施有望加快，利好金属需求》

——2024年08月07日

正文目录

1. 铜价复盘：多因素作用下，铜价创历史新高	4
2. 供给端：供给端扰动持续发生，未来铜矿增量有限	6
3. 需求端：需求平稳，看好新能源+电力带来的增量	13
4. 铜行业相关标的一览	18
4.1. 紫金矿业	19
4.2. 洛阳铜业	22
4.3. 江西铜业	23
4.4. 铜陵有色	24
4.5. 金诚信	25
4.6. 五矿资源	25
4.7. 西部矿业	26
4.8. 云南铜业	27
5. 风险提示	27

图目录

图 1: 2024 年年初-2024 年 10 月铜价表现复盘	5
图 2: 2023 年 10 月以来铜价走势	5
图 3: 2019.7-2024.10 铜价走势	5
图 4: TC/RC 价格年初以来持续下跌至底部	6
图 5: 全球月度铜矿产量（单位：万吨）	6
图 6: 2021-2024 年智利月度铜矿产量（单位：万吨）	7
图 7: 2021-2024 年秘鲁月度铜矿产量（单位：万吨）	7
图 8: 全球电解铜月度产量情况，2024 年 M1-M8 全球电解铜产量略高于 2021-2023 年同期（单位：万吨）	7
图 9: 再生铜月度产量占比（单位：%）	8
图 10: TC/RC 价格跌至 2019 年来的底部	8
图 11: 1990 年以来铜矿产勘探投资和新增资源量情况	10
图 12: 2010-2025 年全球部分铜矿企业资本开支情况以及 Top30 企业资本开支走势情况	11
图 13: SMM 中国电解铜制杆月度开工率(%)	14
图 14: SMM 中国铜管月度开工率(%)	14
图 15: SMM 中国铜板带月度开工率(%)	14
图 16: SMM 中国铜箔月度开工率(%)	14
图 17: SMM 中国黄铜棒月度开工率(%)	14
图 18: SMM 中国铜材企业月度平均开工率(%)	14
图 19: SMM 中国铜终端分行业 PMI:综合:PMI(%)	15
图 20: SMM 中国铜终端分行业 PMI:电力:PMI(%)	15
图 21: SMM 中国铜终端分行业 PMI:电子:PMI(%)	15
图 22: SMM 中国铜终端分行业 PMI:家电:PMI(%)	15
图 23: SMM 中国铜终端分行业 PMI:建筑:PMI(%)	15
图 24: SMM 中国铜终端分行业 PMI:交通:PMI(%)	15
图 25: ICSG 全球月度精炼铜消费量（单位：万吨）	16
图 26: 新能源发电单位用铜量高于传统能源发电	17
图 27: 全球光伏新增装机容量 (GW)	17
图 28: 新能源汽车用铜量（千克/辆，2023 年）	17
图 29: 全球新能源汽车销量（万辆）	17
图 30: 2016-2020 中国电网基本建设投资完成额（亿元）	18
图 31: 2021-2024 中国电网基本建设投资完成额（亿元）	18
图 32: “十四五”规划与“十三五”规划电网累积投资额进展情况以及“十四五”	

规划中剩余需完成比例.....	18
图 33: 保有铜资源量来看, 紫金矿业远超其他同行.....	19
图 34: 2023 年各公司铜矿产量情况.....	19
图 35: 各公司铜资源静态储采比情况.....	19
图 36: 紫金矿业 2021-2025 年矿产铜情况.....	21
图 37: 紫金矿业 2021-2025 年矿产金情况.....	21
图 38: 紫金矿业 2021-2025 年矿产铅锌情况.....	22
图 39: 紫金矿业 2021-2025 年矿产银情况.....	22
图 40: 洛阳钼业全球各区域矿山分布.....	23
图 41: 洛阳钼业 2021-2024 年铜产量情况.....	23
图 42: 洛阳钼业 2021-2024 年钴产量情况.....	23
图 43: 江西铜业 2020-2024 年自产铜精矿含铜情况.....	24
图 44: 江西铜业 2020-2024 年阴极铜产量情况.....	24
图 45: 铜陵有色 2020-2023 年阴极铜产量情况.....	25
图 46: 铜陵有色 2020-2023 年自产铜精矿含铜产量情况.....	25
图 47: 五矿资源各金属品种主要贡献项目一览.....	26
图 48: 西部矿业 2020-2023 年铜精矿产量情况.....	27
图 49: 西部矿业 2020-2023 年铜精矿产量情况.....	27
图 50: 云南铜业 2019-2023 年铜精矿含铜产量.....	27
图 51: 云南铜业 2019-2023 年阴极铜产量.....	27

表目录

表 1: 供给端扰动频发, 短期看很难快速改善.....	9
表 2: 全球铜矿供给增量 (单位: 千吨)	12
表 3: 2024 年海外铜冶炼厂检修计划.....	13
表 4: 中国未来电解铜精炼新扩建项目.....	13
表 5: 紫金矿业公司各资源品种扩产/新建/复产项目持续推进.....	21
表 6: 金诚信公司各资源品种项目情况.....	25

1. 铜价复盘：多因素作用下，铜价创历史新高

今年以来，宏观、供需多因素作用下，铜价年初震荡之后在3月持续走高，于5月创下历史新高。仔细回顾今年铜价走势，基本可以分为四个阶段：年初-3月初横盘震荡、3月初-5月中旬持续走高、5月中旬-8月初震荡回调、8月初以来高位震荡。

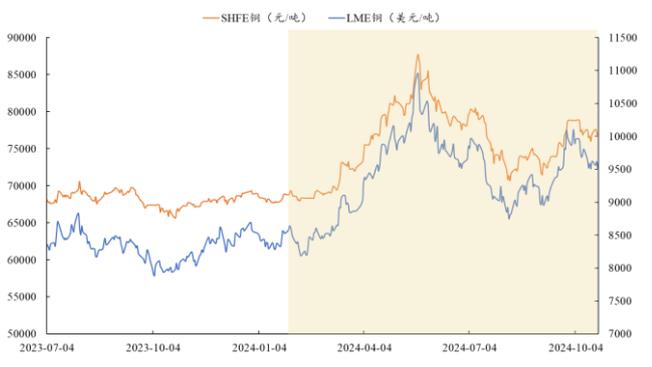
- 1) **年初-3月初震荡走势**：沪铜和LME铜在此期间维持窄幅震荡，震荡区间分别为67700-69950元/吨、8189-8642美元/吨。期间，铜现货粗炼/精炼冶炼费则延续下跌趋势。
- 2) **3月初-5月中旬持续走高**：铜矿短缺持续发酵，冶炼费持续下跌。
3月8日Codelco的Radomiro Tomic铜矿因为生产事故导致矿区活动暂停、淡水河谷Sossego铜矿的运营许可遭到巴西地方法院暂停事件持续为铜矿供给端带来扰动。同时，冶炼费快速下跌至2019年以来低位背景下，北京召开的铜冶炼企业座谈会、CSPT小组3月28日达成联合减产共识，均进一步从侧面证实铜矿的供应紧张。ICSG则在4月底发布的《ICSG Copper Market Forecast 2024-2025》中下调了今年铜精矿增速预期。多重利好因素作用下，铜价持续走高。5月中旬，COMEX铜出现逼空行情，将铜价进一步推高并创下历史新高。
- 3) **5月中旬-8月初震荡回调**：铜价历史新高后逐步开启震荡回调，根据ICSG，2024年5-6月份全球精炼铜月度消费同比分别下降4.26%、6.68%，高铜价在一定程度上抑制了需求。
- 4) **8月初以来高位震荡**：在经历了震荡回调之后，铜价在8月初止住跌势，至今在高位保持震荡。

图1:2024 年年初-2024 年 10 月铜价表现复盘



资料来源: Wind, SMM, 有色金属协会, mining, 第一财经, ICSG, 中国政府网, 新华网, 中国有色金属工业协会, 甬兴证券研究所

图2:2023 年 10 月以来铜价走势



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:2019.7-2024.10 铜价走势



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:TC/RC 价格年初以来持续下跌至底部

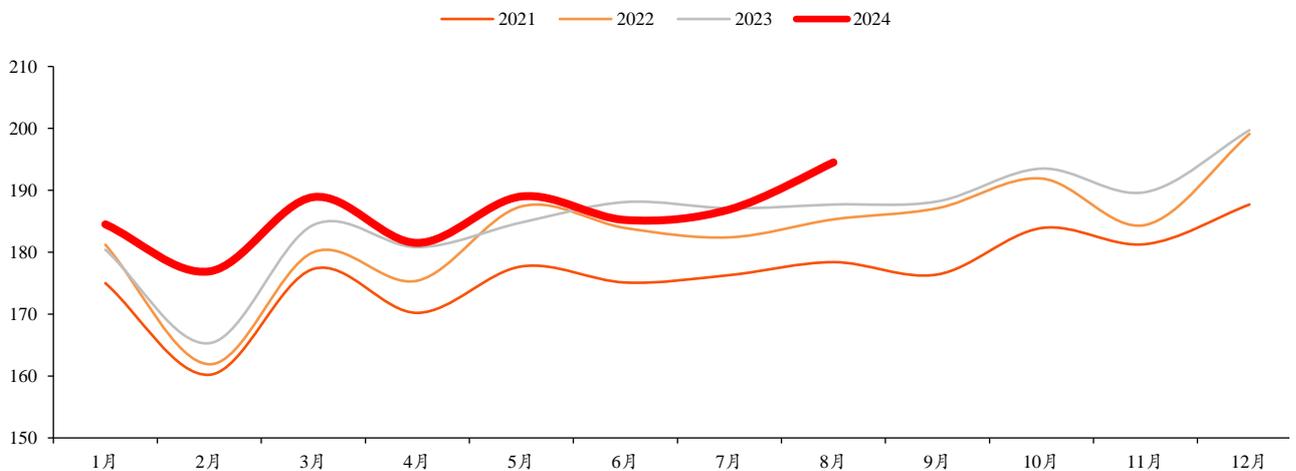


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 供给端：供给端扰动持续发生，未来铜矿增量有限

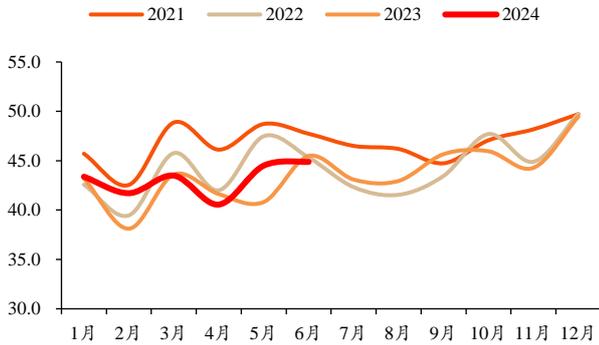
铜矿方面：2024 年 M1-M8 供给扰动持续发生，铜矿供给增速不及预期。根据 ICSG 国际铜业协会数据，2024 年 M1-M8 全球铜矿产出约 1487.40 万吨，同比 2023 年同期增长 1.97%，此增速低于 2023 年 10 月份 ICSG 预测的 3.7%，增速不及预期。核心原因在于全球范围内存在供给端扰动，2023 年 12 月巴拿马政府关闭 Cobre 铜矿、英美资源将 2024 年产量指引从 100 万吨下调至 73-79 万吨、巴西地方政府暂停淡水河谷旗下 Sossego 铜矿的运营许可、Codelco 由于工人罢工暂停 Radomiro Tomic 铜矿的矿区活动等。重要的铜矿产出国智利、秘鲁 2024 年上半年分别产出铜矿 258.52 万吨、129.00 万吨，分别同比 2023 年变化+2.25%、-1.45%。

图5:全球月度铜矿产量（单位：万吨）



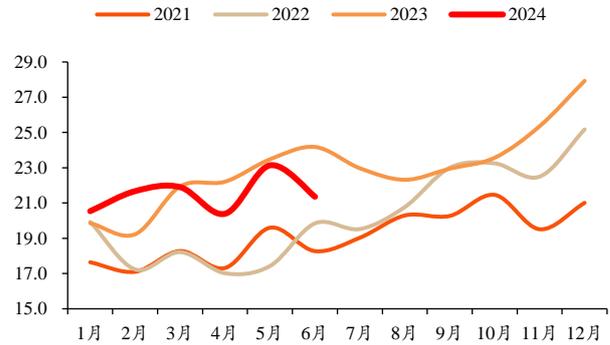
资料来源: ICSG, 甬兴证券研究所

图6:2021-2024年智利月度铜矿产量(单位:万吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

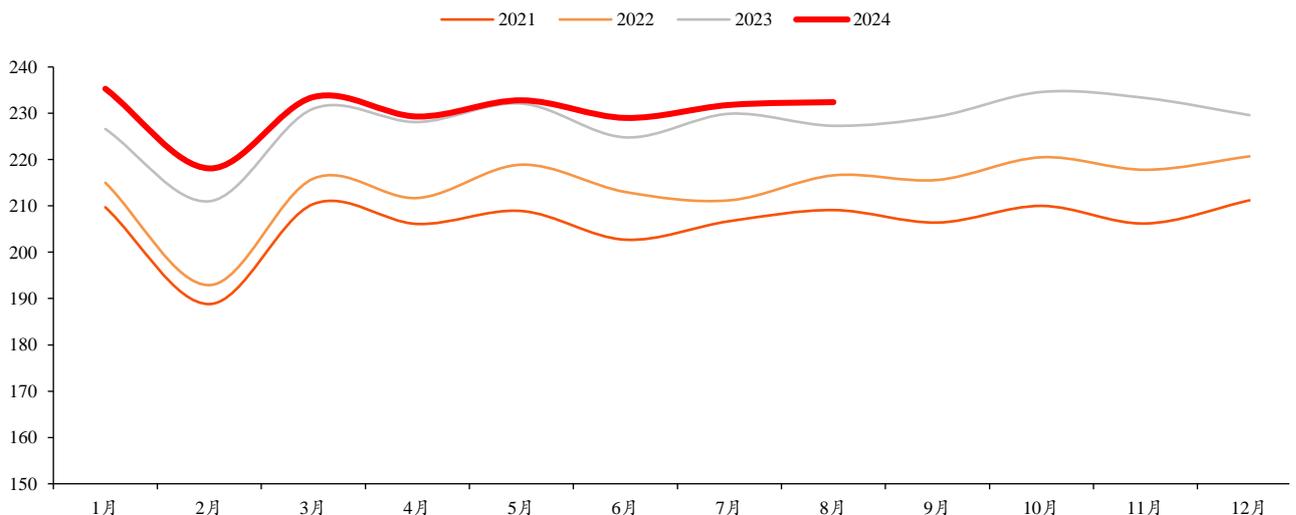
图7:2021-2024年秘鲁月度铜矿产量(单位:万吨)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

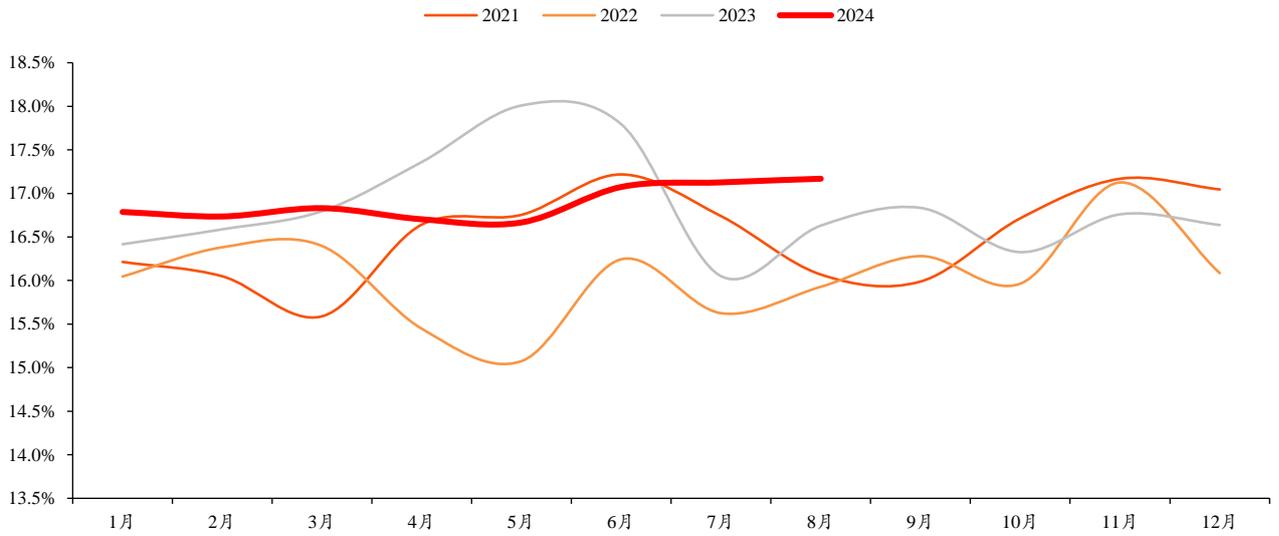
电解铜(原生+再生)方面:原料供应紧张,粗炼/精炼费快速下行至2019年来低位,2024年M1-M8电解铜产量较上年同期增长1.73%。根据ICSG国际铜业协会数据,2024年M1-M8全球电解铜(即精炼铜)产出约1842.20万吨,同比2023年同期增长1.73%,此增速低于2023年10月份ICSG预测的4.6%增速,增速不及预期。分开看,原生电解铜、再生电解铜2024年M1-M8产出分别达到1531.10、311.10万吨,同比2023年分别为增长1.82%、增长1.30%。而由于铜矿供应紧张,铜粗炼/精炼费用(TC/RC)持续走低,TC/RC自2023年9月8日的94.02美元/干吨、9.40美分/磅一路下跌至2024年5月24日的1.70美元/干吨、0.18美分/磅,跌幅均达到98%。截至2024年10月18日,TC/RC回到12.9美元/干吨、1.29美分/磅,仍位于2019年以来的低位。

图8:全球电解铜月度产量情况,2024年M1-M8全球电解铜产量略高于2021-2023年同期(单位:万吨)



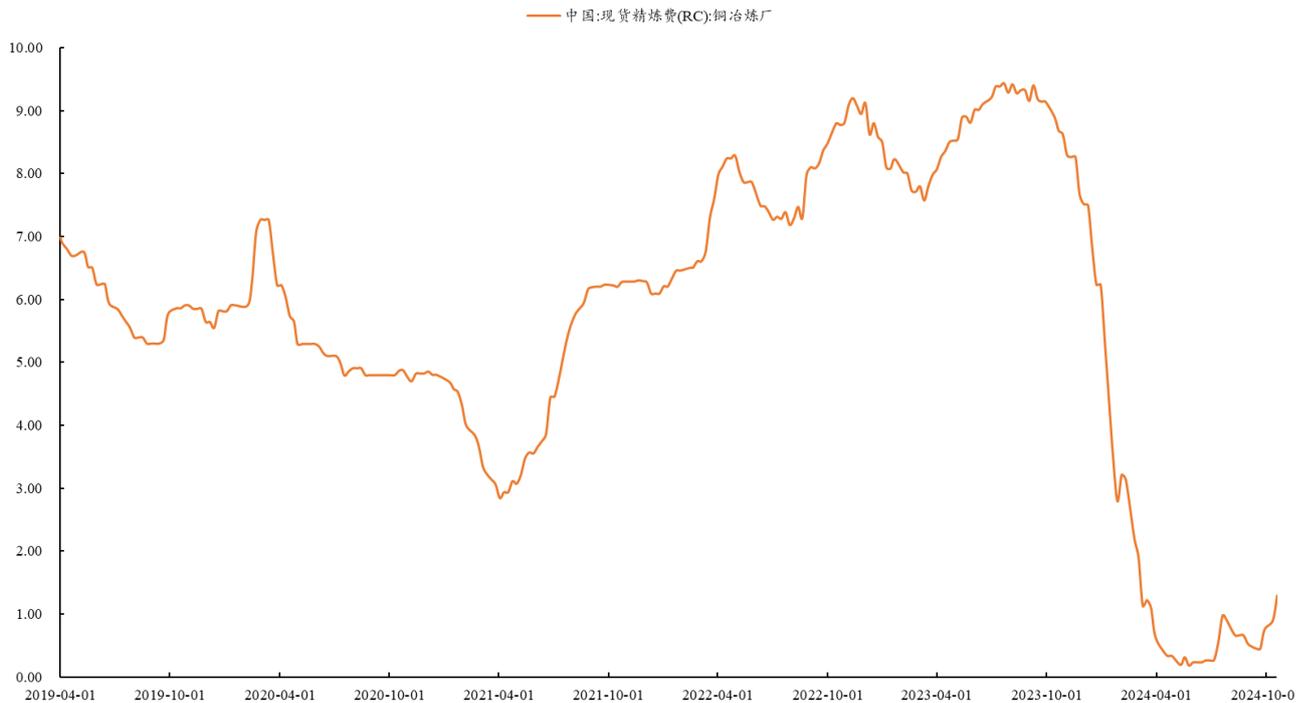
资料来源: ICSG, 甬兴证券研究所

图9:再生铜月度产量占比 (单位: %)



资料来源: ICSG, 甬兴证券研究所

图10:TC/RC 价格跌至 2019 年来的底部



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

展望未来, 我们认为矿端增量仍然有限, 铜矿新增项目难以匹配冶炼产能放量, TC/RC 预计仍将位于低位。

供给端扰动频发, 短期看影响仍将继续。目前看, 全球铜矿面临的核心铜矿扰动分为以下三类: ①、极端恶劣天气导致生产受阻。典型代表为近期赞比亚地区极端干旱导致依赖水力发电的当地电量明显不足, 干扰铜矿企业正常生产。②、运营公司与当地政府、社区及工人之间的争端。比如巴拿马政府与第一量子就 Cobre 铜矿的争端, 比如淡水河谷与巴西地方法庭就

Sossego 铜矿的争议等。③、生产波动导致的放量不及预期等。如铜矿巨头 Codelco 的 El Teniente 矿铜产量因受岩石崩塌影响大幅下降，2024 年 4 月份产量较上年同期下降 32% 等。从以上诸多事件来看，供给端往往会因为各种因素干扰而无法正常运转，进而导致铜矿放量不及预期。2024 年下半年，我们目前看到的铜矿干扰事件目前均仍在影响生产中，对铜矿供给的影响仍在。

表1:供给端扰动频发，短期看很难快速改善

公司	国家	事件情况
	赞比亚	赞比亚 85% 的电力依赖水力发电，目前正面临持续干旱导致的轮流停电问题。赞比亚矿业商会透露， 国家电力公司 (Zesco) 计划削减对矿业公司的电力供应，需求降幅达 20% 。
Antofagasta	智利	一季度 Antofagasta 智利铜产量环比分别大降 11%/32%
Codelco	智利	铜矿巨头 Codelco 称 El Teniente 矿铜产量大幅下降受岩石崩塌影响， El Teniente 矿 4 月份产量较上年同期下降 32% 。
Anglo American	智利	英美资源集团(Anglo American)智利负责人周二表示， 预计 2025 Los Bronces 铜矿的铜产量将较历史平均水平下降近三分之一 ，因公司暂停一家加工厂进行维护。英美资源集团驻智利首席执行官 Patricia Hidalgo 说，对加工厂的维护预计至少需要几年时间。英美资源集团的目标是弥补因品位较低的硬矿石导致的产量下降，并希望于 2027 年开始新开采。
First Quantum Minerals	巴拿马	巴拿马贸易和工业部长 Julio Molto 周二称，该国政府将审查和分析所有可用信息，就新任总统 Jose Raul Mulino 要求对加拿大第一量子子公司 (First Quantum Minerals) 旗下 Cobre Panama 铜矿进行环境审计的请求做出“明智和负责任的决定”。
力拓集团	蒙古	力拓集团与蒙古国奥尤陶勒盖铜矿的工人进行紧张的谈判，以防止因工资大幅下降而可能引发的新一轮罢工。 此前，工资的显著减少已经导致了 5 月份的罢工活动。
淡水河谷	巴西	4 月 16 日，淡水河谷和巴西帕拉州表示， 巴西一家地方法院再次暂停了该公司旗下 Sossego 铜矿的运营许可。
Codelco	智利	3 月 8 日，Codelco 表示 Radomiro Tomic 铜矿因事故暂停矿区活动，工人发起罢工。

资料来源：SMM，智通财经，财联社，Mining，我的钢铁网，甬兴证券研究所

新矿较少，铜矿项目开发周期较长，同时行业资本开支不足，综合看铜矿新增产量有限，供给偏刚性。

- 1) 新发现铜矿数量少且资源量少。根据 S&P Global Market Intelligence，铜矿行业大多数企业一直在投资棕地 (Brownfields) 项目，加上从发现到储量发布需时过长，导致能够改变市场基本面的大型铜矿发现持续减少。标普公司勘查战略研究报告发现，虽然自从 2020 年以来大型铜矿的资源量增加了 4600 万吨，但其中大多数来自 1990 年代发现的老铜矿，较上年增加的 2670 万吨铜直接来自矿业公司在已知矿床和现有矿山的勘探，只有不到 600 万吨的铜来自新发现，而且最近几年只有 390 万吨。

图11:1990年以来铜矿产勘探投资和新增资源量情况

1990年以来铜矿产勘探投资和新增资源量情况



数据截至到2021年4月22日

CNMN.COM.CN

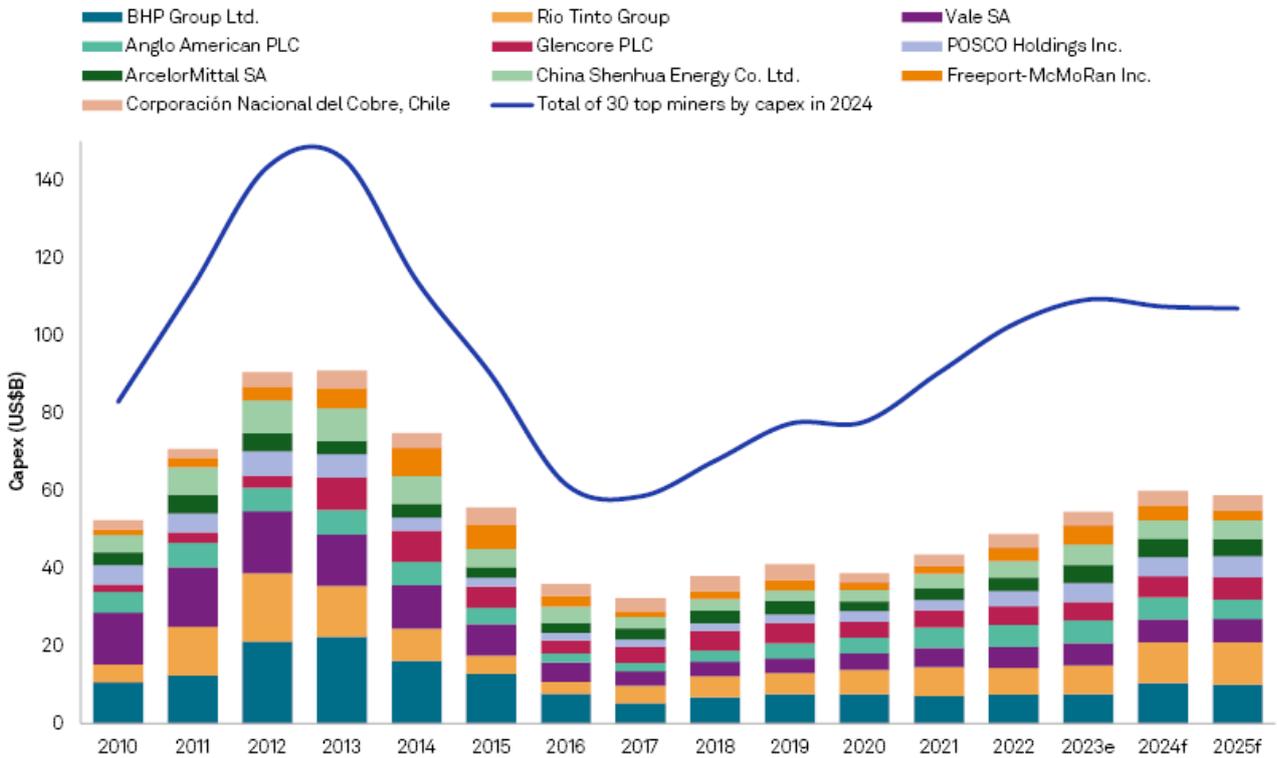
资料来源: 标普全球市场财智

资料来源: 标普全球市场财智, 甬兴证券研究所

- 2) 铜矿开发周期较长。根据全球地质矿产信息网, 新铜矿从勘探到生产周期较长, 全球最大的35个矿山从发现到投产的平均所需时间为16.9年, 其中最短的为6年, 最长的为32年。如西藏玉龙铜矿发现于20世纪60年代, 1978年提交详查地质报告, 直到紫金矿业收购后才于2021年底建成投产, 从发现到投产历经超过50年。
- 3) 资本开支不足。根据 S&P Global Market Intelligence, 铜矿企业资本开支目前仍显著低于2013年高峰期。尽管全球30家顶级矿业公司的资本支出在2021年和2022年分别增长13.8%和16.3%, 但标普分析师认为这30家顶级矿业公司的资本支出将在2024和2025年将分别下降1.8%和0.7%。

图12:2010-2025 年全球部分铜矿企业资本开支情况以及 Top30 企业资本开支走势情况

Capex by highest spending miners, 2010-25



As of Sept. 1, 2023.

Capex = capital expenditure; e = estimate; f = forecast.

Financial year for BHP Group and Fortescue Metals Group Ltd., ends June 30, and for Vedanta Ltd. March 31.

Source: S&P Global Market Intelligence.

© 2023 S&P Global.

资料来源: S&P, Minging, 甬兴证券研究所

综合来看,下半年铜矿供给仍不容乐观,预计2024-2025年铜矿供给增速分别为1.7%、3.5%。一方面,供给端扰动不断,2023年10月ICSG预测全球2024年铜矿供给增速将达到3.7%,2024年4月ICSG预测2024-2025年铜矿供给增速为0.5%、3.9%,而最新发布的2024年9月ICSG预测报告显示全球2024-2025年铜矿供给增速分别为1.7%、3.5%。另一方面,新矿开发周期长且数量少,短期难以贡献显著增量。根据ICSG数据,预计2024-2025年全球铜矿产量同比分别增长1.7%、3.5%,即2024-2025年全球铜矿产出分别增长38.08、79.74万吨。根据SMM统计数据看,预计2024-2025年全球铜矿产量增量分别为29.99、87.86万吨。整体来看,2024-2025年全球铜矿供给增量有限。

表2:全球铜矿供给增量 (单位: 千吨)

洲别	项目类型	项目名称	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
亚洲	新投产项目	红泥坡铜矿	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.0
		玉龙铜矿	45.0	40.0	21.8	0.2	20.0	0.0
	扩建项目	巨龙铜业	0.0	16.0	99.0	10.0	80.0	100.0
		Grasberg Mine	91.8	238.9	104.9	0.0	20.0	10.0
		Oyu Tolgoi	3.5	13.0	-33.0	35.0	120.0	50.0
中美洲	扩建项目	Cobre Panama	58.0	125.5	19.5	20.0	-370.5	200.0
		Chuquicamata	20.4	-81.4	-44.8	-40.0	20.0	10.0
南美洲	扩建项目	QB2	0.0	0.0	0.0	100.0	180.0	30.0
		Salvador	4.7	-3.4	-13.0	-6.9	20.0	0.0
		Mirador	27.0	44.0	35.0	5.0	0.0	80.0
		Las Bambas	-71.5	-21.5	-34.4	39.9	32.8	20.0
		Quellaveco	0.0	0.0	102.3	247.7	20.0	0.0
非洲	扩建项目	Boseto	0.0	10.0	20.0	0.0	20.0	10.0
		Kamoa-Kakula	0.0	94.9	238.6	76.5	120.0	40.0
独联体地区	新投产项目	Udokan	0.0	0.0	0.0	0.0	30.0	40.0
	扩建项目	Aktogay	-11.8	3.0	94.7	51.1	0.0	0.0
	其他		-77.4	436.9	205.4	248.4	-12.4	261.6
	总增量		89.7	915.9	816.0	786.9	299.9	878.6

资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

电解铜方面来看, 再生铜供给年内或受《公平竞争审查条例》有所下滑, 但同时亦受益于《2024—2025年节能降碳行动方案》, 未来或恢复增长态势。冶炼产能方面新建产能足以覆盖矿端增量, 预计短期原料短期局面难以缓解, 精炼/粗炼费(TC/RC)预计仍将位于底部水平。1)、再生铜供给年内或受《公平竞争审查条例》有所下滑, 但同时亦受益于《2024—2025年节能降碳行动方案》, 未来或恢复增长态势。一方面, 2024年6月13日, 李强总理签署国务院令 第783号文件, 以国务院文件的形式公布《公平竞争审查条例》, 条例明确表明, 将加强限制地方政府在税收返还和财政补贴的相关工作, 此前各地政府为向再生铜加工企业招商引资, 企业将享受税款“即征即退”和一系列补贴、补助。此次条例发布, 或将导致再生铜企业的原料采购成本明显增加, 同时对再生铜原料价格也将造成较大影响。根据SMM调研数据来看, 截至7月20日前, 明确将减产/停产的再生铜加工企业产能合计达到300万吨, 年内再生铜产量或受此影响有所下滑。另一方面, 国务院印发了《2024—2025年节能降碳行动方案》, 《行动方案》提出到2025年底, 再生金属供应占比达到24%以上。根据SMM数据, 2024年1-8月我国再生铜产量在电解铜产量中占比达到22.95%, 预计下半年受政策影响后有望进一步抬升。2)、冶炼产能方面新建产能足以覆盖矿端增量, 预计短期原料紧张局面难以缓解, 精炼费预计仍将位于底部水平。根据SMM数据, 预计2024-2025年全球铜粗炼扩建/新建项目累积增量产能分别达到131万吨、187万吨, 而2024-2025年国内精炼铜扩建/新建项目累积增量产能分别达到87.0万吨、97.5万吨, 若考虑海外或有部分冶炼产能复产, 整体增量已经明显高于2024-2025年铜矿增量(29.99万吨、87.86万吨), 故中期维度(未来1-2年)看, 冶炼端原料紧张局势或难以改善, 预计冶炼

费或将仍位于底部。

表3:2024 年海外铜冶炼厂检修计划

Region	Smelters	Smelting Capacity(kt)	Duration	Time
Japan	Naoshima	230	30 Days	Feb-Mar
South korea	Onsan	610	20-25 Days	Mar-Apr
Chile	Chuquicamata	300	15 Days	Apr
Germany	Hamburg	325	60 Days	May-Jun
Turkey	Samsun	80	90-95 Days	May-Jul
USA	Miami	250	78 Days	Sep-Nov
Poland	Glogowl	235	90-95 Days	Sep-Dec
Japan	Onahama	230	20 Days	Oct-Nov
Japan	Hibi	250	30 Days	Oct-Nov

资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

表4:中国未来电解铜精炼新扩建项目

公司名称	新增精炼产能	新增后精炼总产能	投产时间
山东恒邦冶炼股份有限公司	10	35	2024
楚雄滇中有色金属有限责任公司	20	20	2024
广西南国铜业有限公司	40	70	2024
巴彦淖尔西部铜业有限公司	5	10	2024
包头华鼎铜业发展有限公司	7	10	2024
五矿铜业(湖南)有限公司	5	15	2024
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	15	15	2025
凉山矿业股份有限公司	12.5	12.5	2025
赤峰金通铜业有限公司	30	55	2025
金川集团(本部)	40	100	2025
营口建发盛海(一期)	30	30	2026
铜陵有色金属集团股份有限公司	50	50	2026
金川集团(防城港)	30	70	待定
五矿铜业(湖南)有限公司	20	35	待定
安徽和正铜业有限公司	60	60	待定

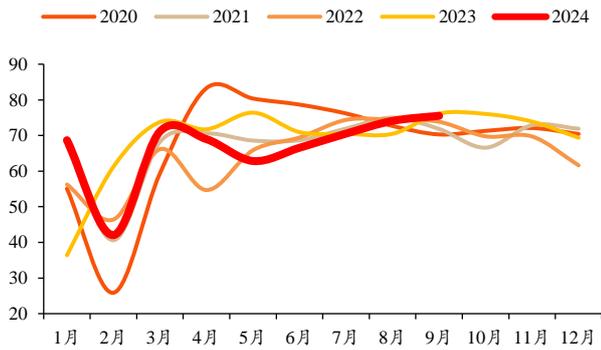
资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

3. 需求端: 需求平稳, 看好新能源+电力带来的增量

2024 年来国内一级铜产品开工率基本保持稳定, 终端领域 PMI 表现整体偏稳。一级铜产品月度开工率看, 电解铜杆、铜管、铜板带、铜材企业 2024 年 3-9 月开工率 (剔除 1-2 月因存在春节假期影响) 基本在 2020-2023 年表现范围内震荡, 其中电解铜杆、铜管、铜板带、铜材开工率区间分别为 54.68%-83.29%、66.5%-90.29%、64.99%-86.39%、60.39%-80.64%, 铜箔、黄铜棒开工率表现稍差 (黄铜棒 2024 年 4-9 月开工率明显低于 2020-2023 年区间; 铜箔开工率初 4 月高于 2023 年同期外, 其余月份均低于 2022-2023 年同期震荡区间), 整体看基本保持稳定; 终端需求领域, 电力、电子、家电、建筑、交通五大领域 2024 年 3-9 月 PMI 大体上分别在 47.93-56.6、46.34-57.39、48.45-54.08、46.62-55.4、47.46-54.16 区间内 (2020-2023 年 3-9 月数据) 波动, 其中电力、建筑、交通势头较好。

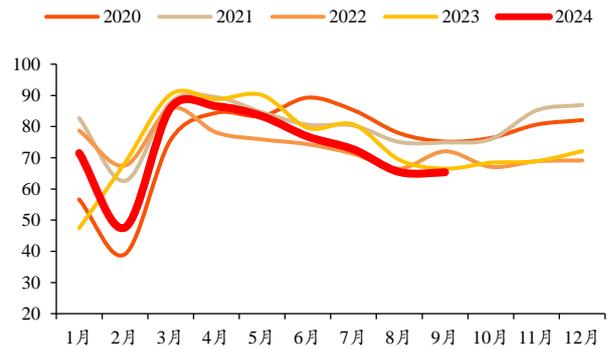
整体需求端来看，全球 2024 年 M1-M8 累计铜消费量达到 1778.80 万吨，同比小幅下降 0.14%。根据 ICSG，2024 年 M1-M8 全球铜消费量累计达到 1778.80 万吨，同比 2023 年小幅下降 0.14%，低于 ICSG 于 2023 年 10 月预测的 2.7%（2024 年全球铜需求增长预期）。2024 年 9 月，ICSG 在下调全球供给增速的同时，亦将 2024 年全球消费增速从 2.7% 下调至 2.2%，但对比供给增速下调幅度（3.7%→1.7%）明显较小。

图13:SMM 中国电解铜制杆月度开工率(%)



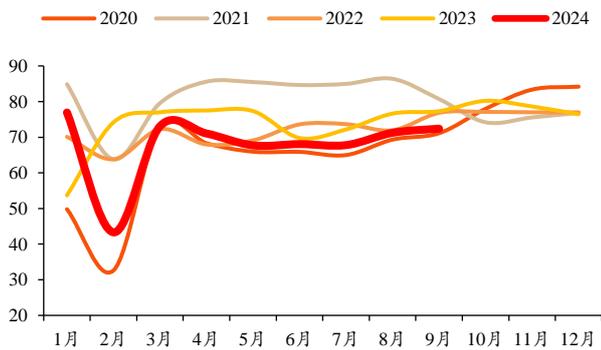
资料来源：SMM，甬兴证券研究所

图14:SMM 中国铜管月度开工率(%)



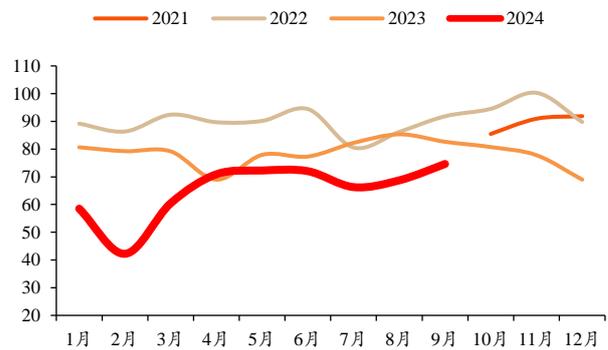
资料来源：SMM，甬兴证券研究所

图15:SMM 中国铜板带月度开工率(%)



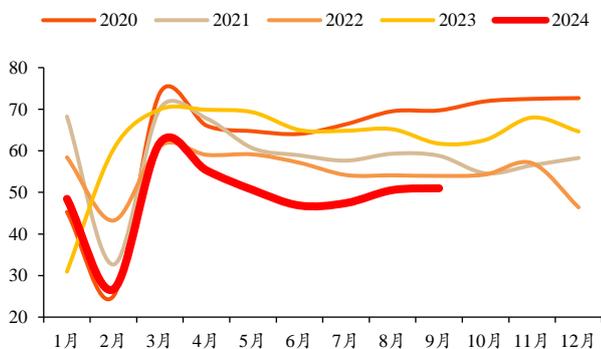
资料来源：SMM，甬兴证券研究所

图16:SMM 中国铜箔月度开工率(%)



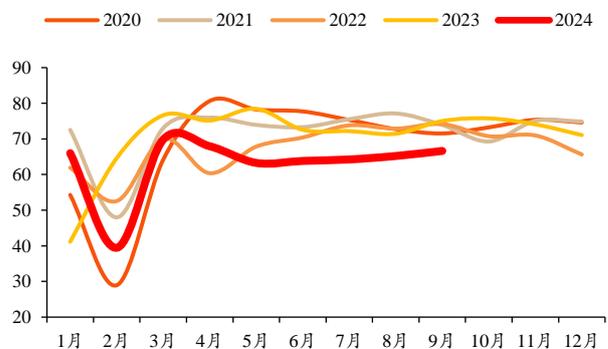
资料来源：SMM，甬兴证券研究所

图17:SMM 中国黄铜棒月度开工率(%)



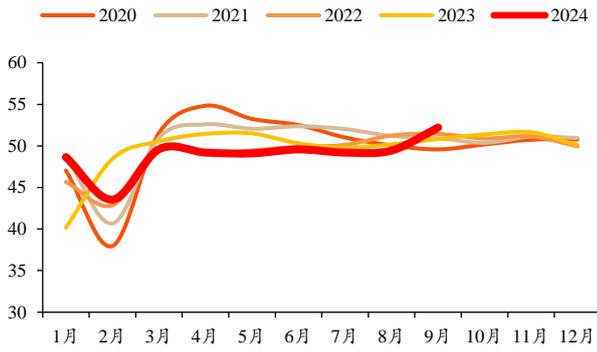
资料来源：SMM，甬兴证券研究所

图18:SMM 中国铜材企业月度平均开工率(%)



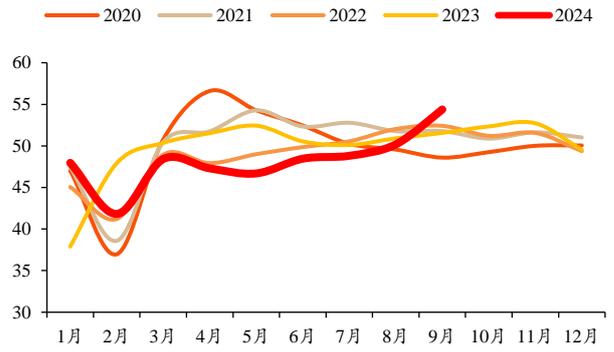
资料来源：SMM，甬兴证券研究所

图19:SMM 中国铜终端分行业 PMI:综合:PMI(%)



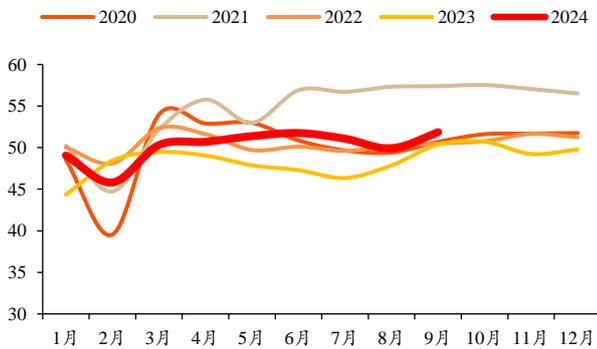
资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

图20:SMM 中国铜终端分行业 PMI:电力:PMI(%)



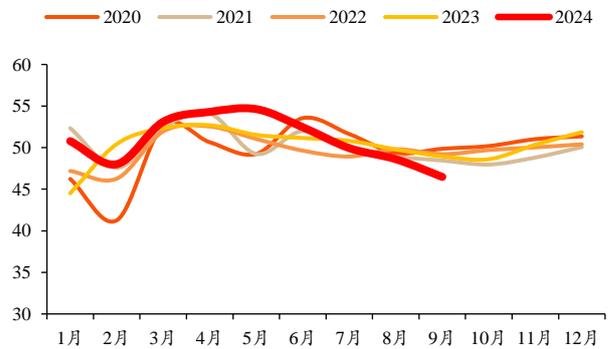
资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

图21:SMM 中国铜终端分行业 PMI:电子:PMI(%)



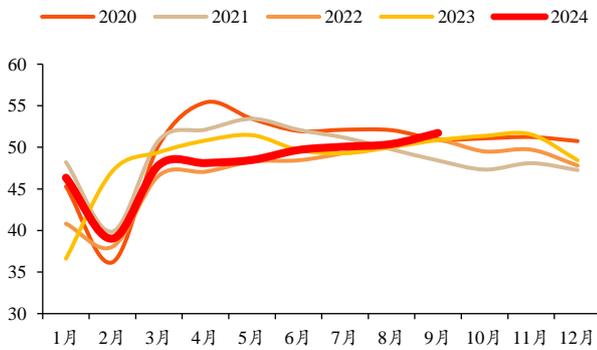
资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

图22:SMM 中国铜终端分行业 PMI:家电:PMI(%)



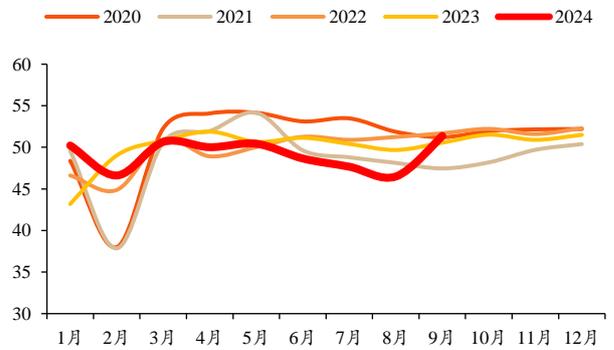
资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

图23:SMM 中国铜终端分行业 PMI:建筑:PMI(%)



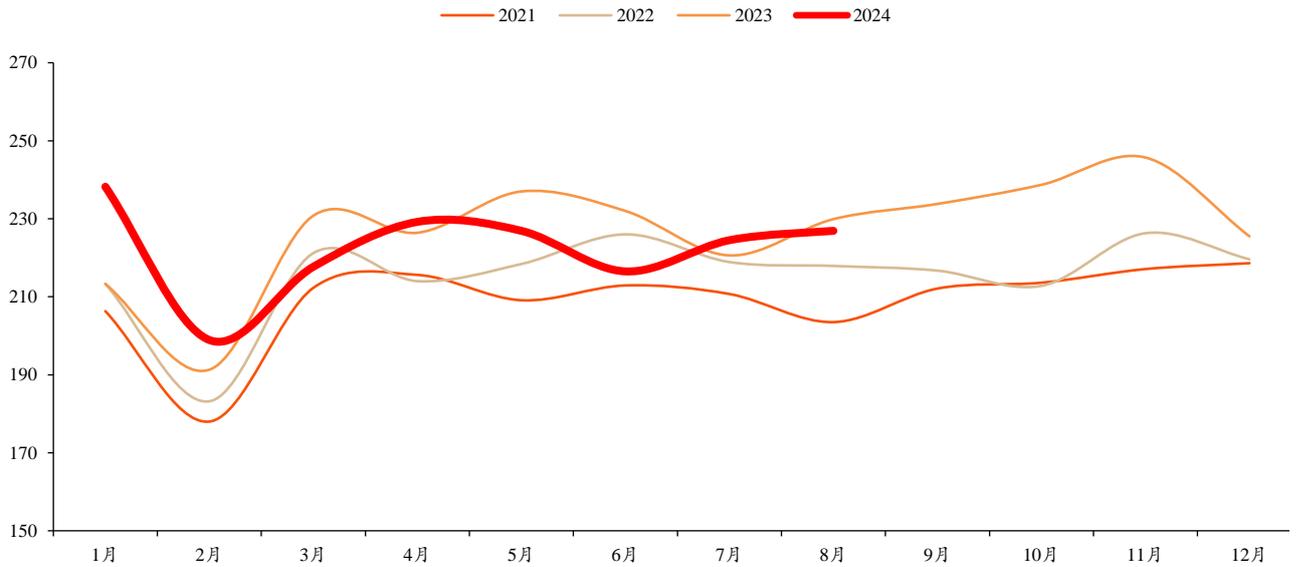
资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

图24:SMM 中国铜终端分行业 PMI:交通:PMI(%)



资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

图25:ICSG 全球月度精炼铜消费量 (单位:万吨)

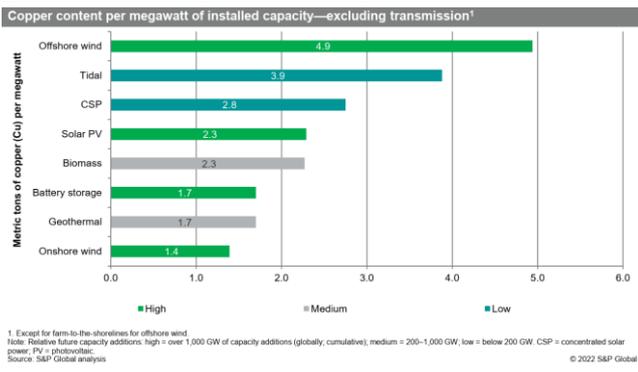


资料来源: ICSG, 甬兴证券研究所

展望下半年,需求领域仍然值得期待,新能源(风光发电+新能源车)、电力等领域仍然较为强劲,为全年增长提供动力。

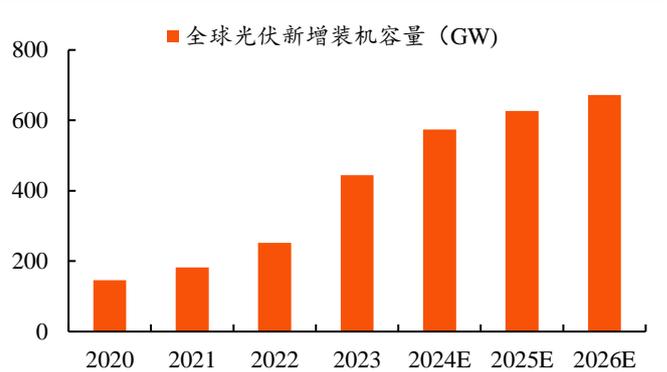
- 1) 新能源发电领域:单位装机耗铜量显著高于传统火电,叠加装机量增长,新能源发电领域耗铜量有望持续增长。根据 S&P Global,单 GW 海上风电、光伏发电单位装机量铜消耗量显著高于传统发电(如煤炭、天然气)装机铜消耗量,约 2-5 倍。从装机量上来看,国内 2024 年 1-6 月累计新增光伏、风电装机量分别为 102.48GW、25.84GW,同比去年同期分别增长 24.06GW、2.85GW,增长率分别达到 30.68%、12.40%。根据 BloombergNEF,预计 2024 年全球光伏新增装机量增长 29.28%,2023-2026 年光伏领域耗铜量 CAGR 达到 14.81%。而根据 Global Wind Energy Council,全球 2023 年新增风电装机量达到 117GW,同比增长 13%,预计到 2030 年新增装机量达到 320GW,2023-2030 年全球风电新增装机量与对应耗铜量 CAGR 将达到 15.46%。新能源发电持续增长,耗铜量或将随之上涨。

图26:新能源发电单位用铜量高于传统能源发电



资料来源: S&P Global, 甬兴证券研究所

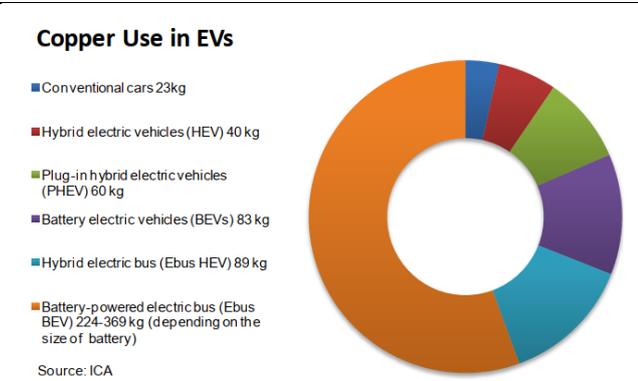
图27:全球光伏新增装机容量 (GW)



资料来源: BloombergNEF, 甬兴证券研究所

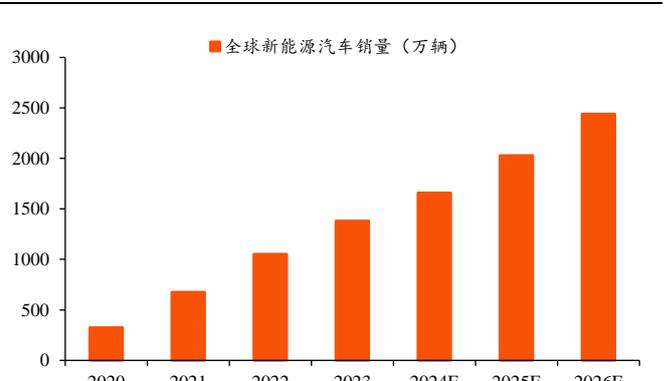
- 2) 新能源汽车: 新能源汽车单车用铜量显著高于传统燃油车, 叠加新能源车销量快速增长, 该领域对铜的需求量也将保持较快增长。根据 ICA, 传统汽车耗铜量为 23 kg/辆, 而插混新能源车达到 60 kg/辆, 纯电新能源车达到 83 kg/辆, 大型的纯电公交车达到 224-369 kg/辆。根据 EV Volumes, 预计 2024 年全球新能源汽车销量达到 1660 万辆, 同比增长 16.90%, 同时预计 2025-2026 年全球新能源汽车销量与对应耗铜量 CAGR 将达到 19.78%。

图28:新能源汽车用铜量 (千克/辆, 2023 年)



资料来源: ICA, 甬兴证券研究所

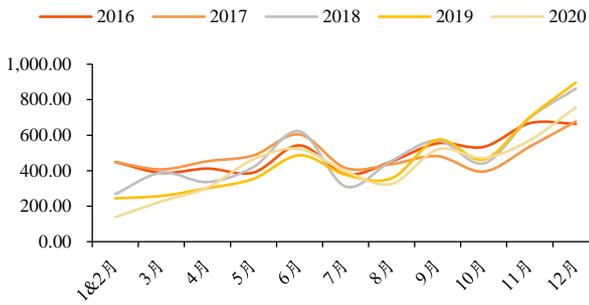
图29:全球新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: EV Volumes, 甬兴证券研究所

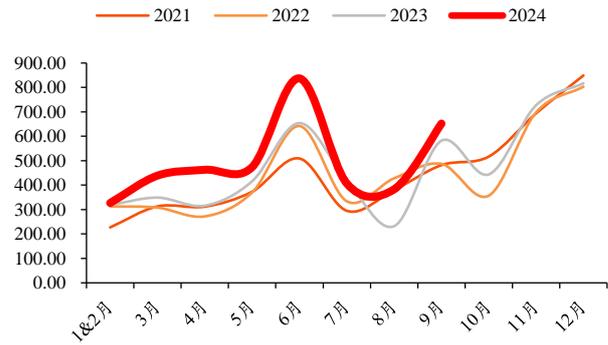
- 3) 电力领域: 全球电力需求加速增长, 电网投资带动铜消耗量持续增长。根据国际能源署(IEA), 未来三年, 全球电力需求将加速增长, 预计从现在起到 2026 年, 电力需求将平均每年增长 3.4%。国内视角看, 十四五规划电网投资超 2.90 万亿, 较十三五增长 12.17%。截至 2024 年 7 月, 十四五规划以来 3 年零 9 个月, 电网投资累计达 1.92 万亿, 占五年规划的 66.28%, 低于十三五同期的 73.86%, 这意味着 2024 年余下月份及 2025 年全年, 电网投资将加速推进, 同比十三五同期增长 44.72%, 铜需求量将受益于此持续增长。

图30:2016-2020 中国电网基本建设投资完成额 (亿元)



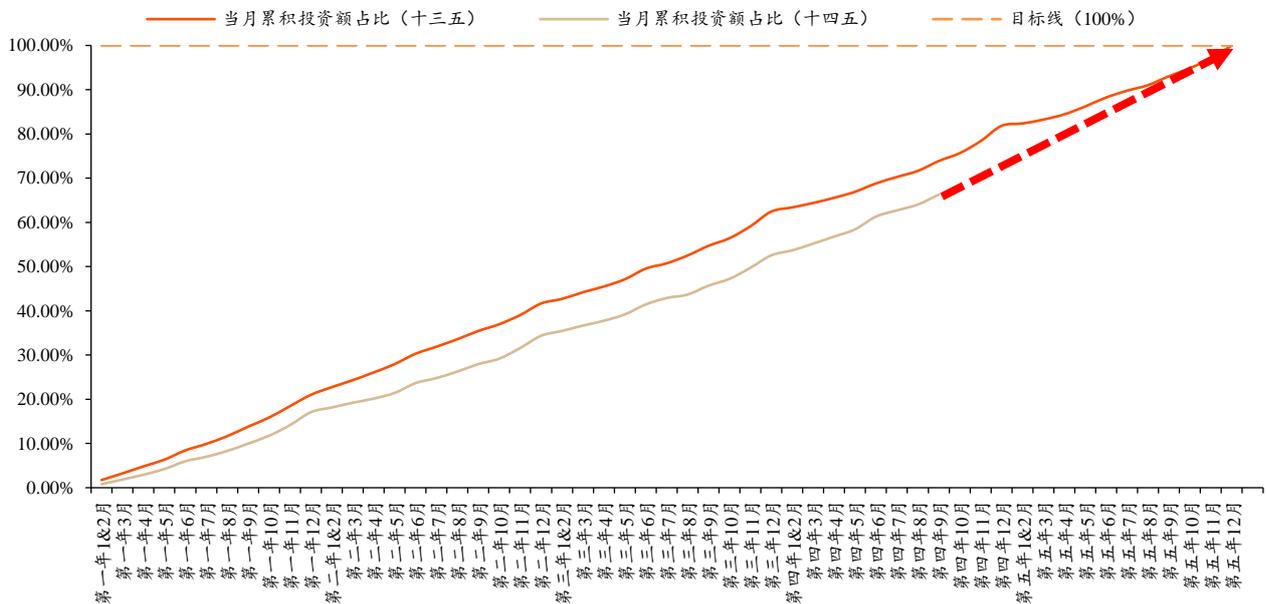
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图31:2021-2024 中国电网基本建设投资完成额 (亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图32:“十四五”规划与“十三五”规划电网累积投资额进展情况以及“十四五”规划中剩余需完成比例



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

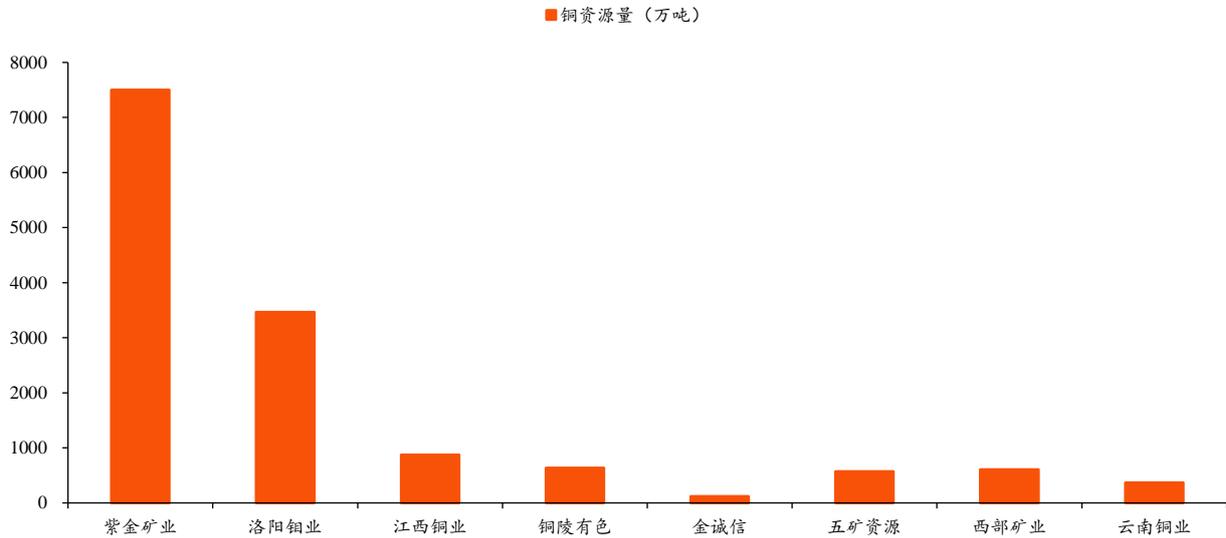
综合来看,全球铜供给由 2024 年的过剩 46.90 万吨缩减至 2025 年的过剩 19.40 万吨,叠加美联储已开启降息,看好铜价表现。根据 ICSG, 预计 2024-2025 年全球铜矿增速预计为 1.7%、3.5%, 2024-2025 年全球精炼铜需求增速为 2.2%、2.7%, 预计 2024-2025 年全球铜供需平衡为过剩 46.90 万吨、过剩 19.40 万吨, 过剩幅度有所缩减, 叠加美联储已于 9 月议息会议开启降息周期, 看好铜价向好。

4. 铜行业相关标的一览

各公司对比来看,从资源量和产量上来看,紫金矿业都是无可质疑的国内铜矿龙头。1、资源来看,截至 2023 年,紫金矿业约 7500 万吨铜资源量位居榜首,次席为洛阳钼业,资源量约 3464 万吨。2、产量来看,2023 年紫金矿业铜精矿产量约 101 万吨,位居榜首,五矿资源 42 万吨,位居第二。

3、静态储采比来看，以2023年底公司保有铜资源量/2023年铜矿产量来计算静态储采比，第一梯队为紫金矿业、洛阳钼业、金诚信，分别达到74年、88年、79年，云南铜业、江西铜业、铜陵有色、西部矿业为第二梯队，分别为57年、43年、36年、46年，五矿资源偏低，为14年。

图33:保有铜资源量来看，紫金矿业远超其他同行



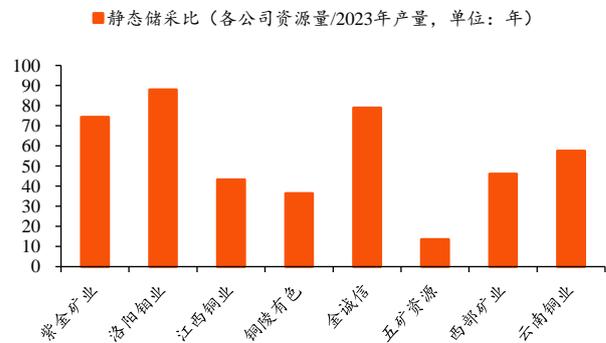
资料来源：各公司公告，甬兴证券研究所

图34:2023年各公司铜矿产量情况



资料来源：各公司公告，甬兴证券研究所

图35:各公司铜资源静态储采比情况



资料来源：各公司公告，甬兴证券研究所

4.1. 紫金矿业

公司铜金资源量及产能均位列全球前十。1、资源来看，根据公司2023年年报，紫金矿业主力矿种铜、金资源量及产能位居中国领先、全球前十。而截至2023年年报，公司拥有铜资源量约7500万吨、黄金约3000吨；潜力矿种锂、钼、银为全球能源转型关键金属，拥有超1300万吨当量碳酸锂、300万吨钼、1.5万吨银资源量。2、产量来看，2023年公司矿山产铜超过100万吨、产金约68吨，从2020年以来，矿产品年均复合增速铜约30%、金超15%，为全球15家顶级矿业中唯一连续三年铜矿实际产量达成产量指引的公司。

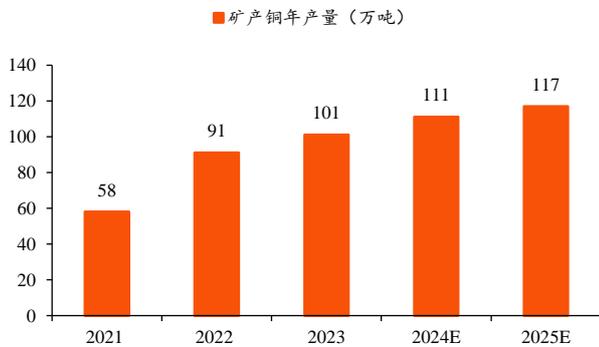
展望未来，紫金矿业仍将在多个品种持续扩产，规划未来建成绿色高技术一流国际矿业集团”。1、铜、金、锂品种持续增加产能，进一步往全球头部靠近：①、铜：核心增量项目为塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜（金）矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目、刚果（金）卡莫阿铜矿三期采选工程（未来还有新扩产项目）、西藏巨龙二期改扩建工程、西藏朱诺铜矿、多宝山铜山铜矿II号矿体采矿工程，公司持续推进各个铜矿扩产/新建项目，目标2025年矿产铜达到122万吨，2028年达到150万吨-160万吨。②、金：核心增量项目为苏里南罗斯贝尔金矿改扩建工程、巴新波格拉金矿复产、陇南紫金金山金矿2,000吨/日采选工程、萨瓦亚尔顿金矿、海域金矿，公司目标2025年矿产金达到85吨，2028年矿产金达到100吨-110吨。③、碳酸锂：核心增量项目为西藏拉果错盐湖、湖南湘源硬岩锂多金属矿500万吨采选项目、阿根廷3Q锂盐湖，公司目标2025年产出碳酸锂10万吨，2028年则目标产碳酸锂25万吨-30万吨。④、其他金属：钼：安徽金寨钼矿前期筹备加速推进，有建成全球最大钼矿山潜力。银：公司矿产银产量中国领先，随着巨龙铜矿、多宝山铜山铜矿等加速扩能投产，伴生矿产银产量将全面提升。

2、坚持“资源优先”，目标到2040年成为“绿色高技术超一流国际矿业集团”：公司未来仍将坚持“资源优先”战略，聚焦全球大型、超大型铜金锂资源并购及资源开发。根据公司发布的《三年（2023-2025）年）规划和2030年发展目标纲要》，公司目标到2030年建成“绿色高技术一流国际矿业集团”，到2040年建成“绿色高技术超一流国际矿业集团”。

表5:紫金矿业公司各资源品种扩产/新建/复产项目持续推进

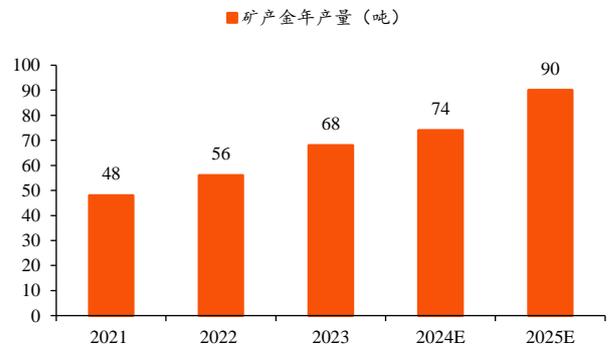
品种	项目	规划及进展
铜	塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜(金)矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目	2023年联合晋升为欧洲第二大矿山产铜企业;2025年总体有望形成矿产铜30万吨/年产能
	刚果(金)卡莫阿铜矿三期采选工程	预计2024年第二季度建成投产,届时年产能将提升至60万吨铜以上;
	卡莫阿铜矿配套年产50万吨阳极铜冶炼厂	计划2024年第四季度建成投产
	西藏巨龙二期改扩建工程	已获有关部门核准,建成达产后总体年采选矿石量将超过1亿吨,年矿产铜将达30-35万吨,预期成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山
	西藏朱诺铜矿	规划建成年产铜9.9万吨矿山
	多宝山铜山铜矿II号矿体采矿工程	建成达产后整体年产能有望提升至12万吨
金	苏里南罗斯贝尔金矿改扩建工程	建成达产后有望形成年产金10吨产能
	巴新波格拉金矿复产	达产后年平均矿产金将达到21吨,归属公司权益年黄金产量约5吨
	陇南紫金山金矿2,000吨/日采选工程	进入试生产阶段
	萨瓦亚尔顿金矿设计先露采后地采	露采建成达产后年均产金约3.3吨、地采建成达产后年均产金约2.4吨
	海域金矿	建成达产后预期产金约15-20吨/年,有望晋升为中国最大黄金矿山,公司持有海域金矿实际权益约44%(含招金矿业20%权益)
碳酸锂	西藏拉果错盐湖	全面建成达产后预期形成4-5万吨/年氢氧化锂产能
	湖南湘源硬岩锂多金属矿500万吨采选项目	建成达产后预期形成约3万吨/年当量碳酸锂产能
	阿根廷3Q锂盐湖	全面建成达产后预期形成4-6万吨/年碳酸锂产能
铜	受邀主导世界级锂矿刚果(金)马诺诺锂矿东北部勘探开发	
	安徽金寨铜矿	前期筹备加速推进,有建成全球最大铜矿山潜力
银	矿产银产量中国领先,随着巨龙铜矿、多宝山铜山铜矿等加速扩能投产,伴生矿产银产量将全面提升	

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图36:紫金矿业2021-2025年矿产铜情况


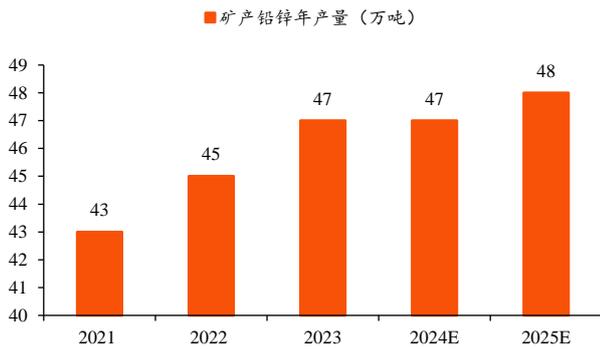
注:2024年和2025年产量为公司指引产量

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图37:紫金矿业2021-2025年矿产金情况


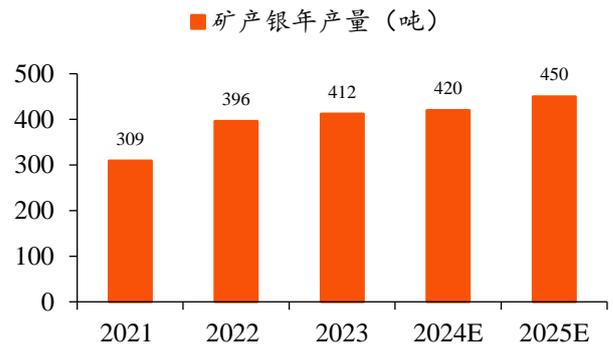
注:2024年和2025年产量为公司指引产量

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图38:紫金矿业 2021-2025 年矿产铅锌情况


注: 2024 年和 2025 年产量为公司指引产量

资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图39:紫金矿业 2021-2025 年矿产银情况


注: 2024 年和 2025 年产量为公司指引产量

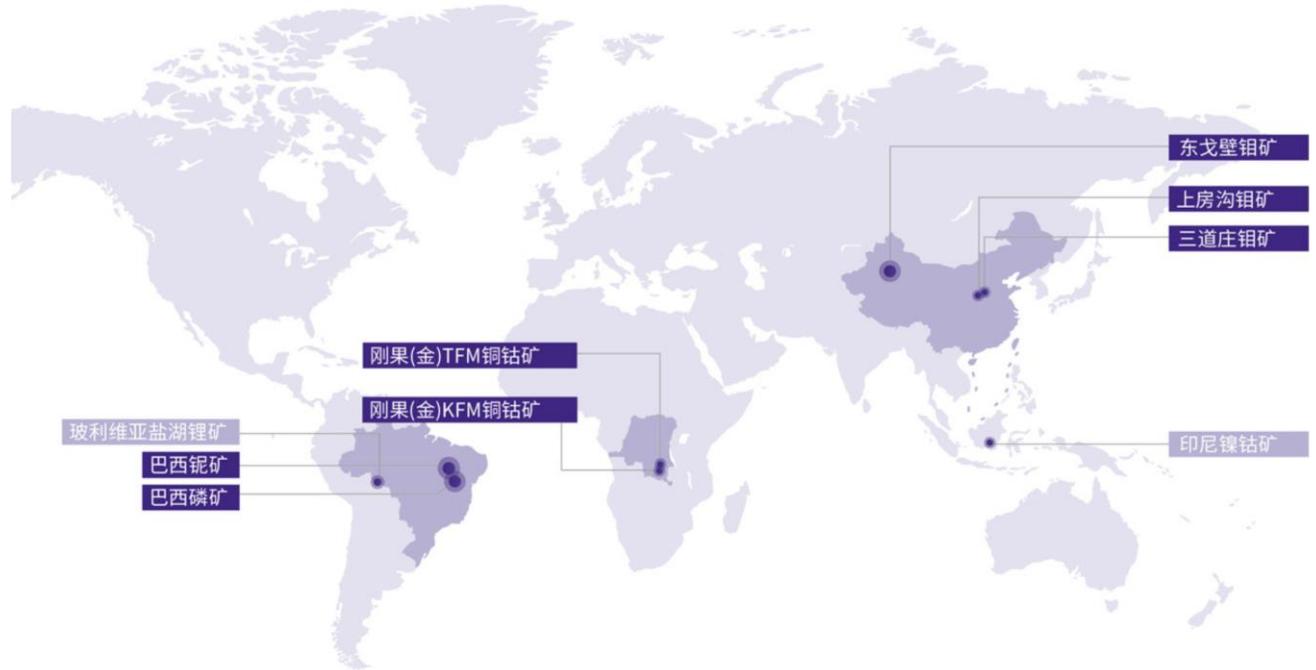
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

4.2. 洛阳钼业

洛阳钼业是全球领先的铜、钴、钼、钨、铌生产商。公司资源品种覆盖基本金属、特种金属,与能源转型和工业升级领域紧密相关,同时通过磷介入农业应用领域。1、资源来看,根据公司 2023 年年报,公司拥有铜、钴、钼、钨资源量分别达到 3463.82 万吨、524.64 万吨、136.25 万吨、10.97 万吨,在全世界保持领先地位。公司拥有的矿山均为世界级资源,刚果(金)TFM 是全球最大的铜钴矿之一, KFM 是全球第一大钴矿、巴西铌矿是世界第二大铌矿,中国三道庄钼钨矿是世界最大的钼矿田之一。2、产量来看,根据公司 2023 年年报,公司 2023 年铜、钴、钼产量分别达到 39.40 万吨、5.55 万吨、1.56 万吨,产铜量接近全球前十,并成为全球第一大钴生产商,钼、钨、铌产量在全球保持领先。

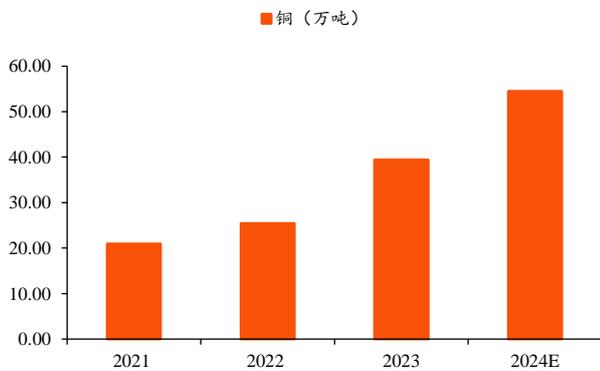
公司持续推进 TFM 建设,2024 年预计铜钴产量进一步增长,同时远景看,公司将通过“三步走”创造世界一流矿企。1、2024 年铜钴产量有望进一步提升,根据公司 2023 年年报,公司 2024 年重点工作包括存量项目全面达产达标与增量项目高效快速推进。其中,TFM 全力推进东区收尾,一季度达产、二季度达产, KFM 保持生产稳定,全年实现铜产量 52 万吨以上,钴产量 6 万吨以上。2、远景看,公司将通过“三步走”创造世界一流矿企,根据公司 2023 年年报,公司制定了清晰的发展战略和“三步走”发展目标:第一步“打基础”降本增效,第二步“上台阶”产能倍增,第三步“大跨越”创世界一流。

图40:洛阳钼业全球各区域矿山分布



资料来源：公司2023年年报，甬兴证券研究所

图41:洛阳钼业 2021-2024 年铜产量情况

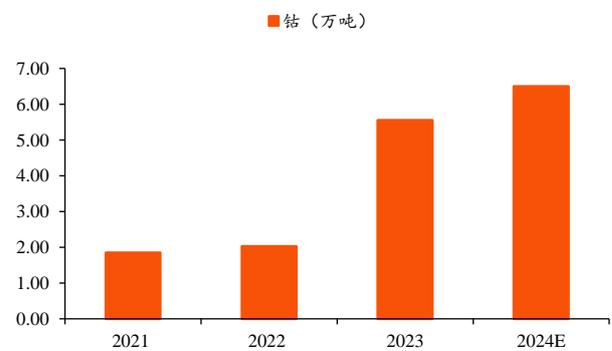


注：铜数据不包括已售出的NPM矿的产量。

注：2024年数据采用指引中枢。

资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

图42:洛阳钼业 2021-2024 年钴产量情况



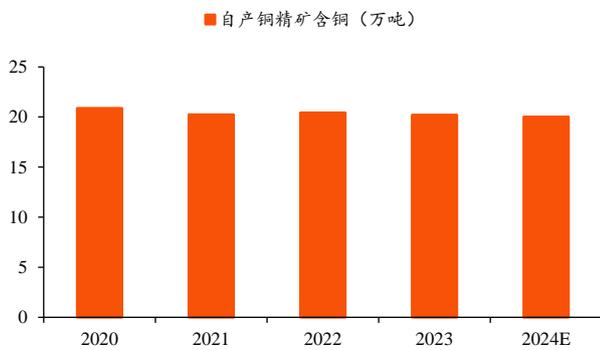
注：2024年数据采用指引中枢。

资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

4.3. 江西铜业

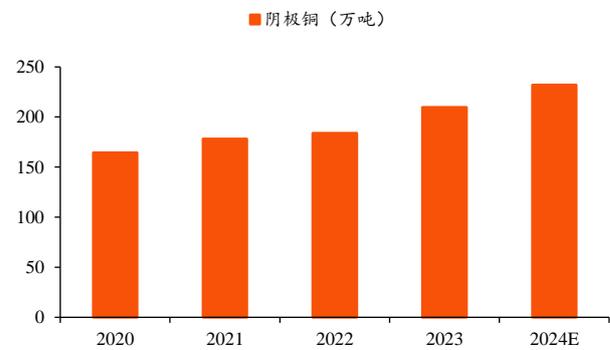
江西铜业是国内最大的阴极铜供应商，形成了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链。根据公司2023年年报，江西铜业经过多年的发展，已成长为国内最大的阴极铜供应商，形成了集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的完整产业链。1、本集团为中国最大的铜生产基地，最大的伴生金、银生产基地，以及重要的硫化工基地，公司拥有包括大型露天矿山德兴铜矿在内的多座在产铜矿。截至2023年12月31日，公司100%

所有权的保有资源量约为铜金属 874.23 万吨，金 243.7 吨，银 8045.6 吨，钼 16.4 万吨。公司联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源量约为铜 443.5 万吨、黄金 52 吨。公司控股子公司恒邦股份及其子公司已完成储量备案的查明金资源储量为 156.57 吨。2、完整的一体化产业优势。本集团为中国最大的综合性铜生产企业，已形成以黄金和铜的采矿、选矿、冶炼、加工，以及硫化工、稀贵稀散金属提取与加工为核心业务的产业链。公司年产铜精矿含铜超过 20 万吨；公司控股子公司恒邦股份具备年产黄金 50 吨、白银 1000 吨的能力，附产电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。公司是国内最大的铜加工生产商，年加工铜产品超过 180 万吨。公司阴极铜产量超过 200 万吨/年，旗下的贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂。

图43:江西铜业 2020-2024 年自产铜精矿含铜情况


注：2024 年数据为公司指引。

资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

图44:江西铜业 2020-2024 年阴极铜产量情况


注：2024 年数据为公司指引。

资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

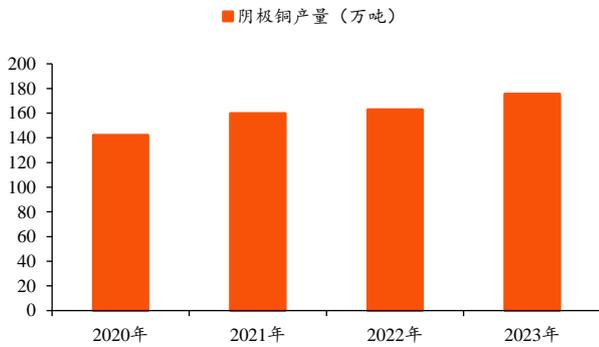
4.4. 铜陵有色

公司是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业。根据 2023 年年报，公司是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等。2023 年，公司生产阴极铜 175.63 万吨，约占国内总产量的 13.52%，自产铜精矿含铜 17.51 万吨，位居国内领先地位。报告期末铜箔产能达 5.5 万吨，使用超募资金在建锂电池铜箔产能 2.5 万吨/年；5G 通讯用高频高速铜箔，6 微米及以下锂电箔出货量快速增长，为行业龙头企业主要供应商；2024 年上半年，铜箔产能预计将达到 8 万吨，进一步巩固和提升行业领先地位。截止 2023 年末，铜资源金属量 637.2 万吨，其中：米拉多铜矿 70% 权益保有铜资源矿石量 9.68 亿吨，铜资源权益金属量 469 万吨，铜平均品位 0.48%。

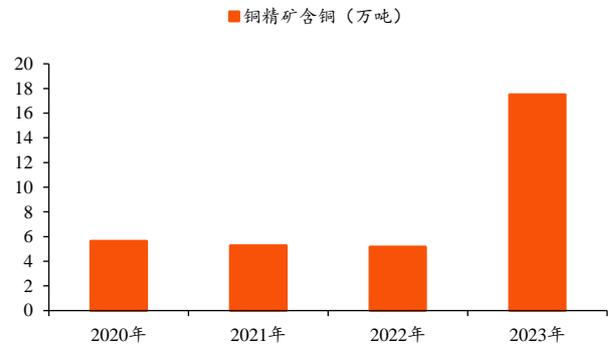
公司购买中铁建铜冠 70% 股权后，自产铜精矿含铜量大幅提升，随着后续扩产计划实施，预计未来自产铜精矿含铜量仍有增长空间。根据公司公告，公司向有色集团发行股份、可转换公司债券及支付现金购买其持有的中铁建铜冠 70% 股权。中铁建铜冠 2022 年拥有铜精矿产能 429771.86 吨，

请务必阅读报告正文后各项声明

含铜量达到 121223.33 吨。中铁建铜冠米拉多铜矿二期工程预计 2025 年 6 月建成投产，届时公司预计每年产出约 25 万吨铜金属量，进一步增强公司对优质铜矿资源的储备，公司未来自产铜精矿含铜量仍有增长空间。

图45:铜陵有色 2020-2023 年阴极铜产量情况


资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

图46:铜陵有色 2020-2023 年自产铜精矿含铜产量情况


资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

4.5. 金诚信

公司在矿山服务稳定发展的基础上，先后并购了两个铜矿、一个磷矿，并参股了一个铜金银矿，实现了矿山资源开发方向的业务突破。根据公司 2023 年年报，公司在矿山服务业务稳定发展的基础上，向矿山资源开发业务拓展。矿山服务商属于矿山资源开发企业的上游企业，为矿山资源开发企业提供服务。公司利用多年从事矿山开发服务积累的技术优势、管理优势、行业经验和人才优势，积极向资源开发领域延伸，先后并购了两岔河磷矿、刚果(金)Dikulushi 铜矿、刚果(金)Lonshi 铜矿，并参股哥伦比亚 SanMatias 铜金银矿。公司 2023 年报披露的保有资源储量达到铜 120 万吨、银 179 吨、金 19 吨、磷矿石 1910 万吨（品位 31.87%）。2024 年，公司目标 Dikulushi（迪库路希）铜矿全年计划生产、销售铜精矿含铜（当量）约 10000 吨。Lonshi 铜矿全年计划生产铜金属 20000 吨，销售铜金属 22000 吨。同时，公司将进一步强化两岔河磷矿现场施工组织，按计划完成北采区建设目标；同时，南采区力争完成全年 30 万吨磷矿石生产及销售任务。

表6:金诚信公司各资源品种项目情况

品种	项目	规划及进展
铜	刚果(金) Dikulushi 铜矿	公司持股 90%，刚果(金)国有资产管理部门持有 10%。
	刚果(金) Lonshi 铜矿	Lonshi 铜矿位于刚果(金)加丹加省东南部，该项目 2023 年 4 季度已进入生产期，项目达产后年产约 4 万吨铜金属。
	哥伦比亚 San Matias 铜金银矿	公司持有 Cordoba 矿业 19.995%权益，从而间接持有其下属的 San Matias 铜金银矿项目部分权益。
磷	贵州两岔河磷矿	根据项目初步设计，矿山整体生产规模 80 万 t/a。

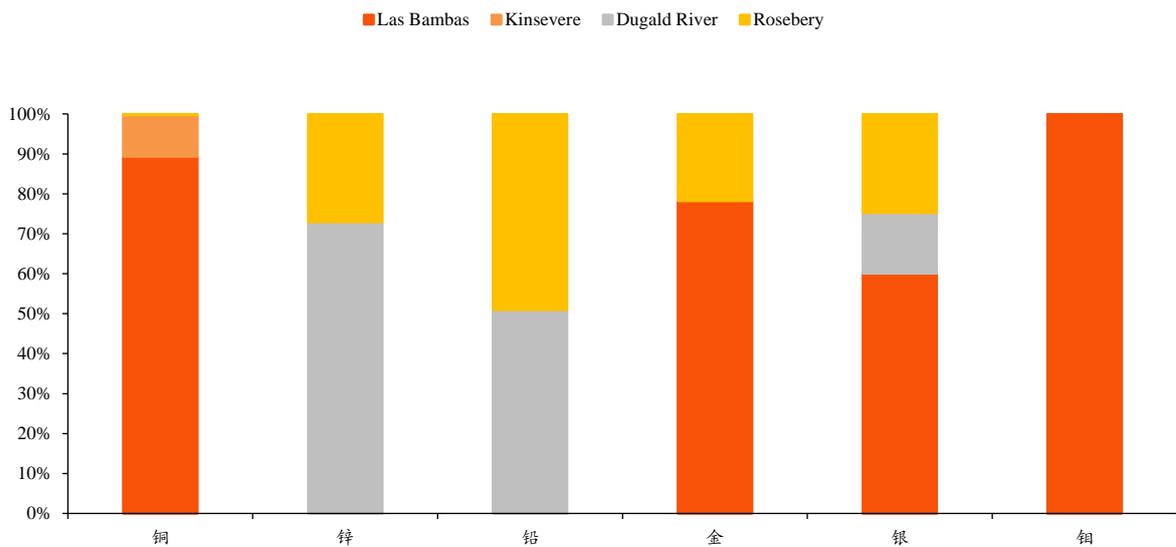
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

4.6. 五矿资源

公司是最重要的铜矿公司，2023 年铜销售量达到 419584 吨。公司的主要

业务包括在世界各地勘探、开发和开采铜、锌、钴、金、银和铅矿床。该公司的业务包括 Las Bambas、Kinsevere、Dugald River、Rosebery 等。经过公司披露数据的计算，公司保有铜资源储量约 569.15 万吨，权益铜资源储量约为 386.00 万吨。根据 2023 年年报，公司 2023 年已售产品中包含金属有铜 419584 吨、锌 176292 吨、铅 34389 吨、金 121316 盎司、银 8926822 盎司以及钼 4037 吨，同比 2022 年分别变化+54.18%、-5.02%、-5.68%、+36.24%、+33.09%、+27.92%。

图47:五矿资源各金属品种主要贡献项目一览



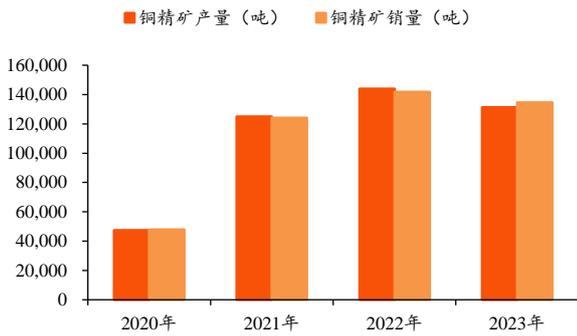
资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

4.7. 西部矿业

公司深耕资源的开发、贸易等业务，品种涉及铜、铅、锌、铁等。根据 2023 年年报，公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，以及钼、镍、钒、黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售，同时公司涉足盐湖化工产业。公司矿山主要产品有铜精矿、钼精矿、锌精矿、铅精矿、铁精粉等；冶炼主要产品有电解铜、锌锭、电铅、偏钒酸铵等；盐湖化工主要产品有高纯氢氧化镁、高纯氧化镁、无水氟化氢等。

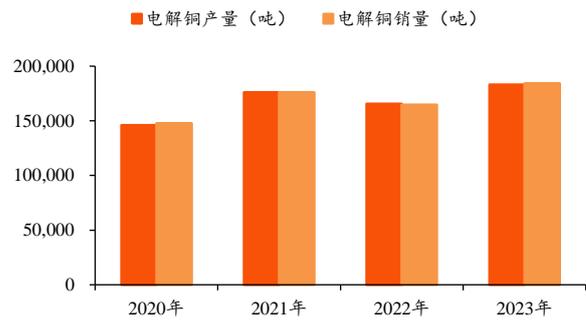
公司拥有国内优质铜矿资源，铜、钼精矿产量持续增长。根据 2023 年年报，公司拥有铜金属保有资源储量 605 万吨，主力矿山为西藏玉龙铜矿和内蒙古获各琦铜矿。玉龙铜矿位于西藏自治区昌都市，是一座超大型斑岩型矿床，具有铜品位高、装备先进等优势。截至 2023 年底，玉龙铜矿拥有铜矿石资源量 8.55 亿吨，铜金属保有储量 558.28 万吨，铜平均品位为 0.66%。2023 年 11 月，玉龙铜矿一二选厂改扩建项目完成，矿石处理能力提升至 2280 万吨/年。

图48:西部矿业 2020-2023 年铜精矿产量情况



资料来源: 公司年报, 甬兴证券研究所

图49:西部矿业 2020-2023 年铜精矿产量情况

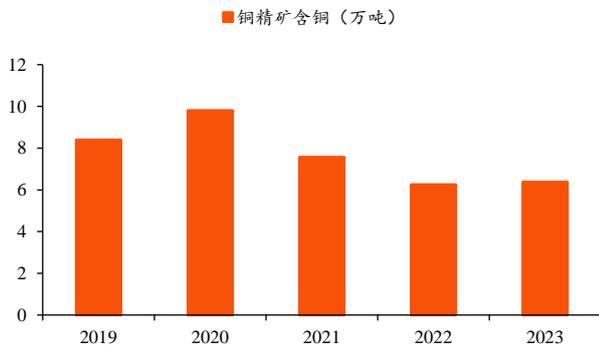


资料来源: 公司年报, 甬兴证券研究所

4.8. 云南铜业

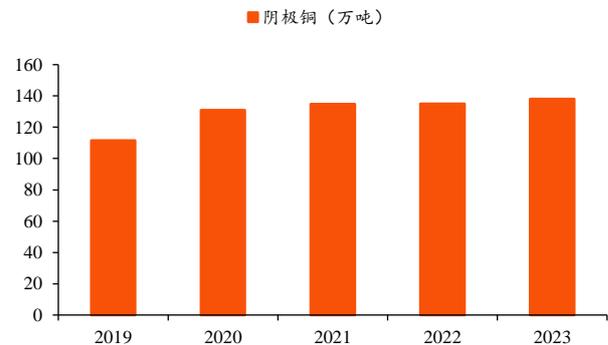
公司拥有阴极铜产能 130 万吨/年, 是国内重要的铜生产基地。公司主要业务涵盖了铜的勘探、采选、冶炼, 是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地, 公司拥有阴极铜产能 130 万吨/年。根据 2023 年年报, 公司 2023 年全年生产阴极铜 138.01 万吨、黄金 16.20 吨、白银 737.53 吨、硫酸 516.45 万吨、精矿含铜 6.37 万吨。截至 2023 年, 公司保有铜资源金属量 366.22 万吨, 铜平均品位 0.37%。

图50:云南铜业 2019-2023 年铜精矿含铜产量



资料来源: 公司年报, 甬兴证券研究所

图51:云南铜业 2019-2023 年阴极铜产量



资料来源: 公司年报, 甬兴证券研究所

5. 风险提示

- 1、美联储降息不及预期:** 美联储实际降息决定和路径或与市场预期或出现偏差, 若降息不及市场预期, 大宗商品、汇率、股票及债券等资产将面临重新定价的风险;
- 2、下游需求不及预期:** 有色金属属上游原材料产品, 下游需求或受各种因素干扰不及预期进而影响产品价格;
- 3、供给大幅增长引发产品价格下跌:** 若供给端由于新增项目产能释放、停产项目复产等原因大幅增长, 或致产品供需失衡进而引发产品价格下跌;

- 4、**政策变化带来供给收缩：**政策调整、行业监管环境变化等因素或导致部分产能淘汰进而带来供给波动的风险。

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。