

传统+新兴领域需求共振，打开成长空间

——铜行业

行业投资评级：强大于市|维持

分析师：李帅华

SAC编号：S1340522060001

邮箱：lishuiahua@cnpsec.com

研究助理：张亚桐

SAC 登记编号:S1340122080030

邮箱：zhangyatong@cnpsec.com

中邮证券

2023年2月21日

- **铜精矿增量有限：**资本开支下滑，预计近几年资本支出小幅上涨后回落；铜矿品位趋势性下行，干扰率推升阻碍正常开采；整体看，预计2022-2025年全球新增铜精矿产量分别为135万吨、88万吨、43万吨、28万吨，增量不断下降
- **消费复苏，新兴领域带来可观增量：**传统领域受到国家相关部门大力支持，“十四五”期间，国家电网计划投入3500亿美元(约合2.23万亿元)，推进电网转型升级；近期住建部、央行、银保监会等连续出台房地产新政，支持地产；新兴领域如新能源、光伏等领域保持高增速发展
- **电解铜供应短缺：**供需缺口显著加大，预期到2025年的铜供给缺口将达到102万吨，因而将对铜价形成强有力的支撑
- **报告亮点：**（1）从资源禀赋、资本开支等角度，验证铜精矿增量有限；（2）对新兴领域进行详细拆分，测算各领域铜增量；（3）复盘2000年以来铜价涨跌；从库存视角还原真实供需。
- **投资建议：**建议关注紫金矿业、铜陵有色、江西铜业、洛阳钼业
- **风险提示：**宏观经济大幅波动，需求不及预期，供应释放超预期，公司项目进度不及预期

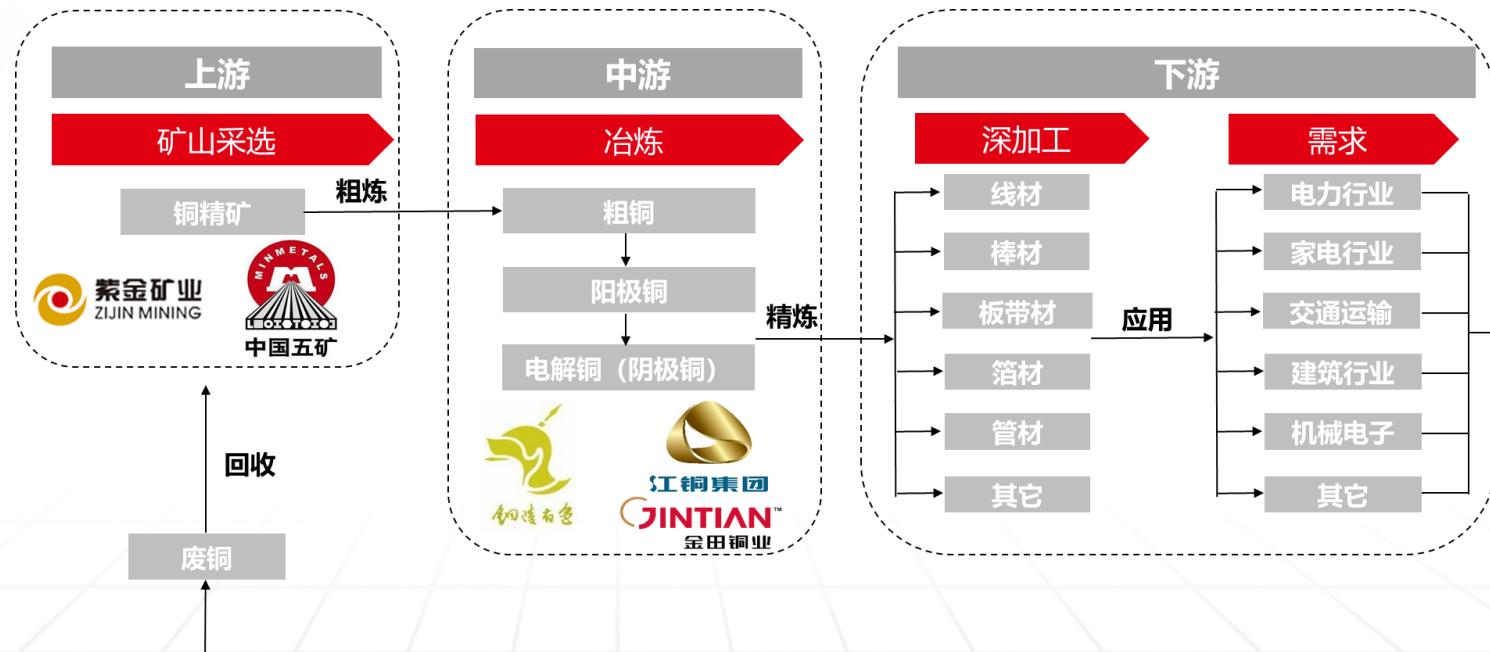
目录

- 一 供给：多种因素制约，铜矿增长受限
- 二 需求：传统+新兴领域，打开二次成长空间
- 三 回顾历史：复盘价格走势和库存
- 四 投资建议

概览：我国拥有完整的铜行业产业链

- 铜产业链从上游到下游大致分为采选、冶炼、加工和终端需求。原矿经过开采和选矿成为铜精矿，铜精矿冶炼成为金属铜，铜冶炼分为火法和湿法两种，火法冶炼是主要的炼铜工艺，2019年全球火法铜产量占总产量85%。废铜是铜供应的重要一环，既可以在火法炼铜的吹炼环节加入，起到降温、增产的作用，也可以在加工环节用于制杆，降低成本

图表1：铜产业链全景



资料来源：百度，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

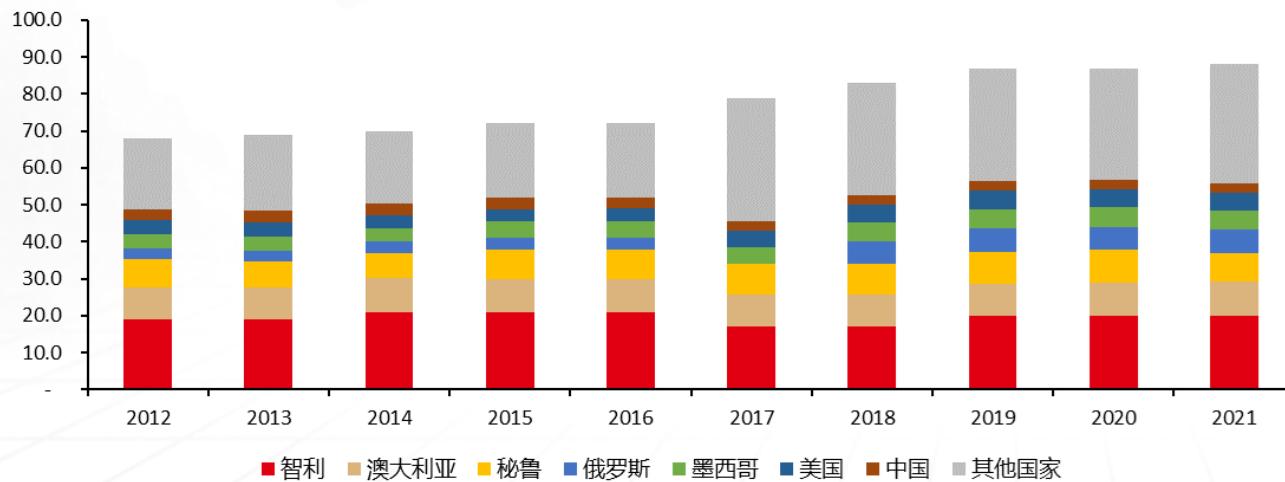
—

供给：多种因素制约，铜矿增长受限

1.1 铜矿资源丰富，集中于环太平洋带

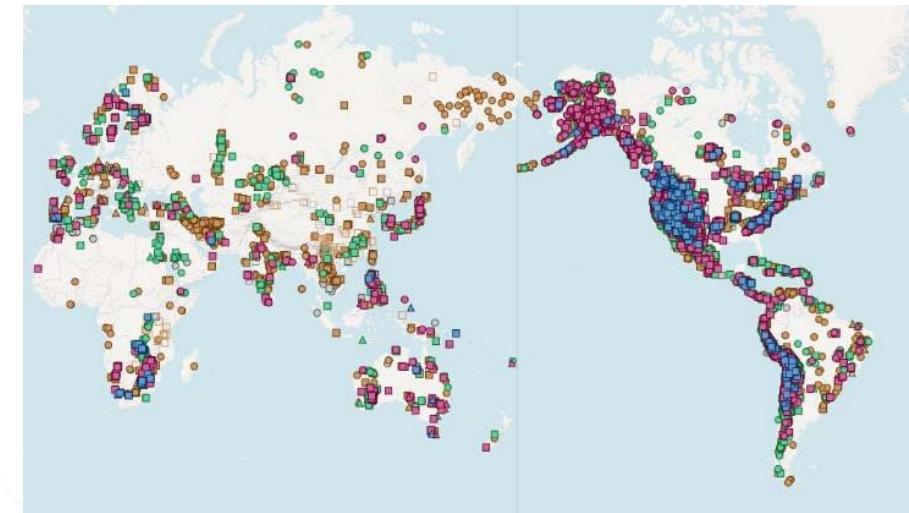
- 全球铜矿资源丰富，近几年铜矿储量增速放缓。据USGS数据显示，2021年世界铜矿储量为8.8亿吨，同比增长1.1%
- 主要分布在南美洲和北美洲，合计占比超40%。按国别划分，智利、澳大利亚、秘鲁的铜储量分别为2亿吨、9300万吨和7700万吨，分别占世界铜资源总储量的22.75%、10.57%和8.75%，合计约42%

图表2：全球铜矿储量（千万吨）



资料来源：USGS，中邮证券研究所

图表3：全球铜资源分布

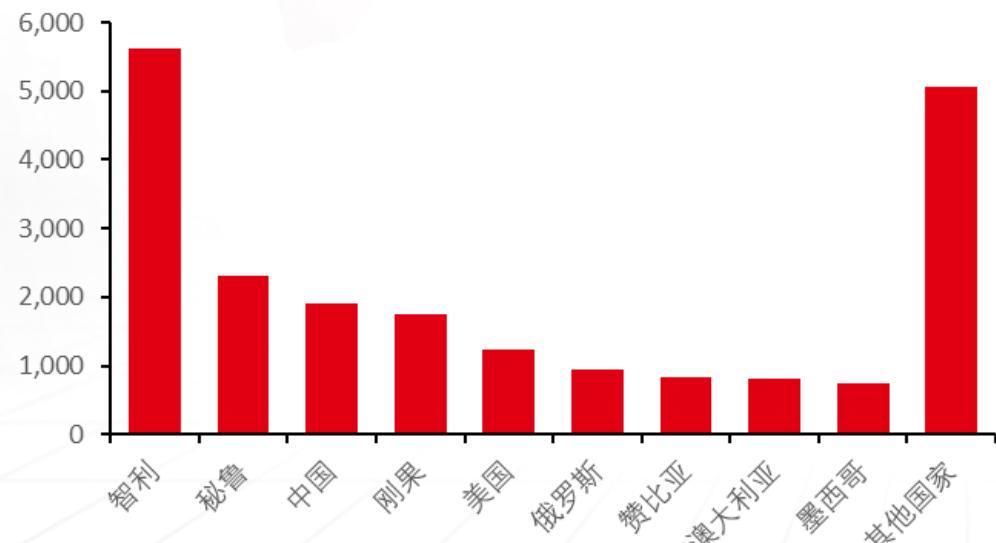


资料来源：USGS，中邮证券研究所

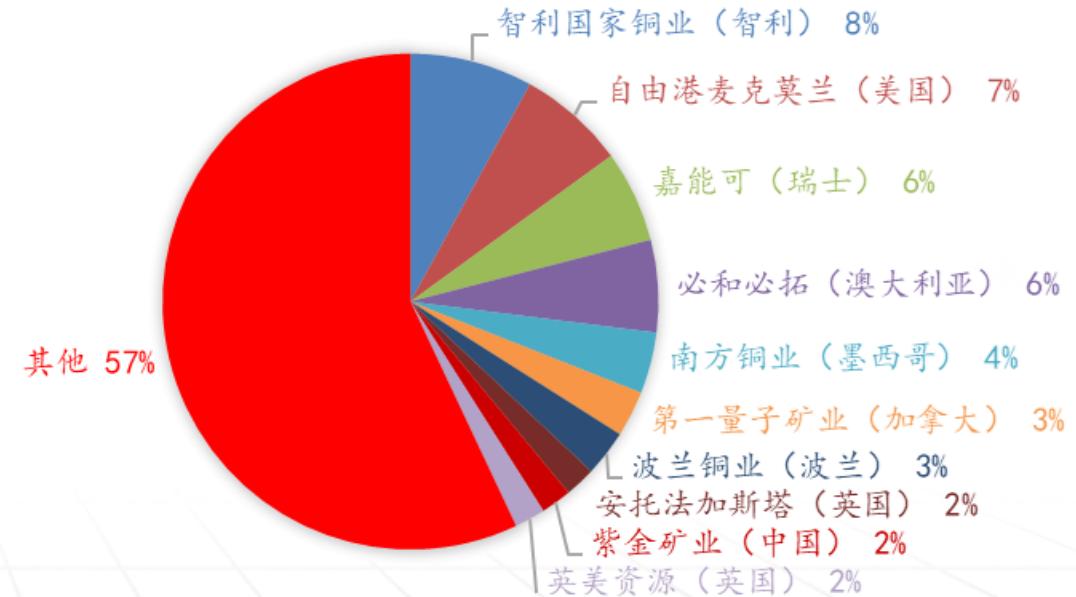
1.2 铜精矿产量集中度高，头部企业占据主导

- **铜精矿产量集中度高，与储量资源分布相一致。**根据USGS统计，2021年全球铜精矿产量为2120万吨，同比去年上涨2.9%，增长有限；产量多集中于智利、秘鲁等资源禀赋优秀的国家
- **头部铜矿企业主导全球铜精矿供应。**2021年全球前十大铜矿生产商的产量占全球的43%，其中，智利国家铜业公司占比最大，达8.2%，其次是自由港和嘉能可，占比分别达6.7%和5.5%

图表4：2021年全球前十大铜矿企业产量 (kt)



图表5：全球铜矿企业产量集中度 (%)

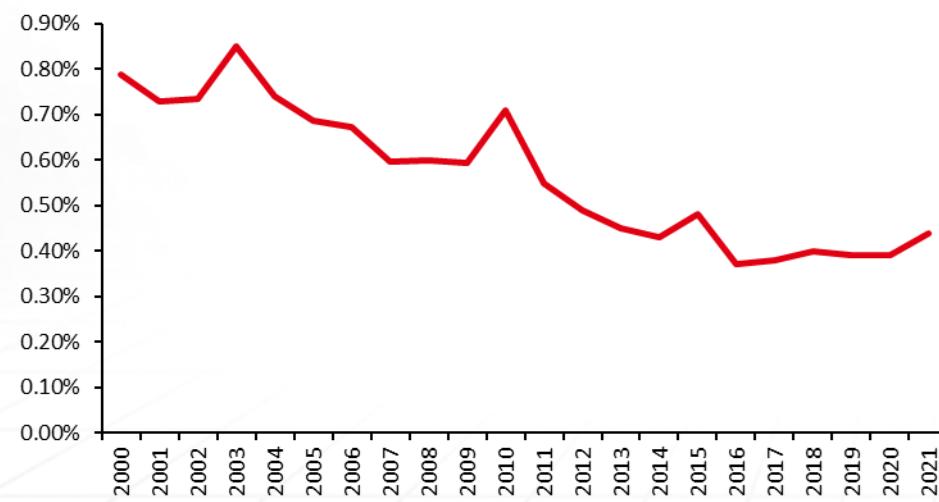


资料来源：USGS, 中邮证券研究所

1.3 铜品位趋势下行，干扰事件阻碍开采

- **铜矿品位呈趋势性下行。**根据Bloomberg统计数据，全球铜资源品位自2000年以来，持续下行趋势，从0.79%下降至0.44%，主要由于矿山过度开采，使得矿石资源贫瘠
- **干扰事件频发，阻碍铜矿正常开采。**恶劣天气、罢工、社区堵路、技术故障等突发事件对铜矿开采的影响程度通常用干扰率表示。据Wood Mackenzie显示，铜产出干扰率近年明显爬升影响，导致铜矿产量不及预期
- **在矿石处理技术稳定的背景下，矿石品位下降意味着开采成本的上升，同时杂质过多导致固体废物排放引发环保问题，进而制约铜矿产量的扩张**

图表6：全球铜资源品位 (%)



资料来源：Bloomberg，中邮证券研究所

图表7：铜矿产出干扰率 (%)

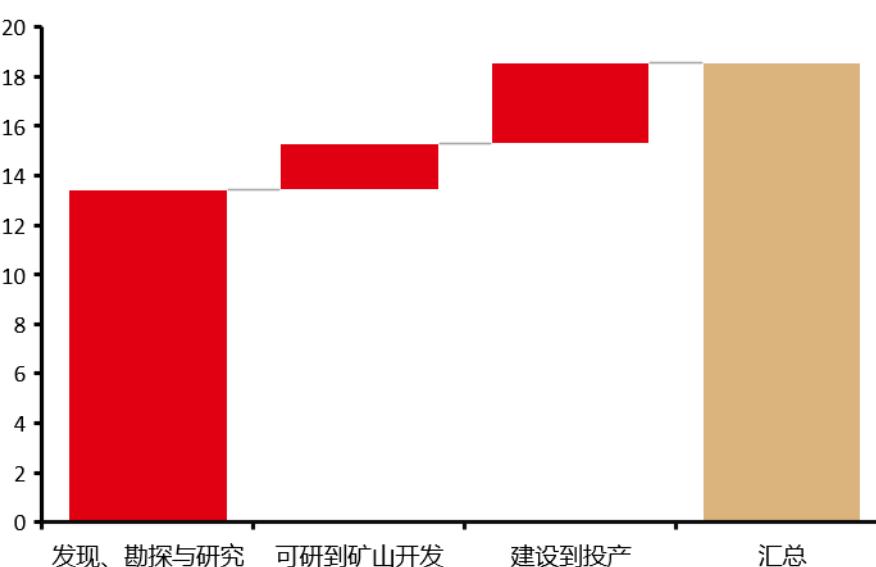


资料来源：Wood Mackenzie，中邮证券研究所

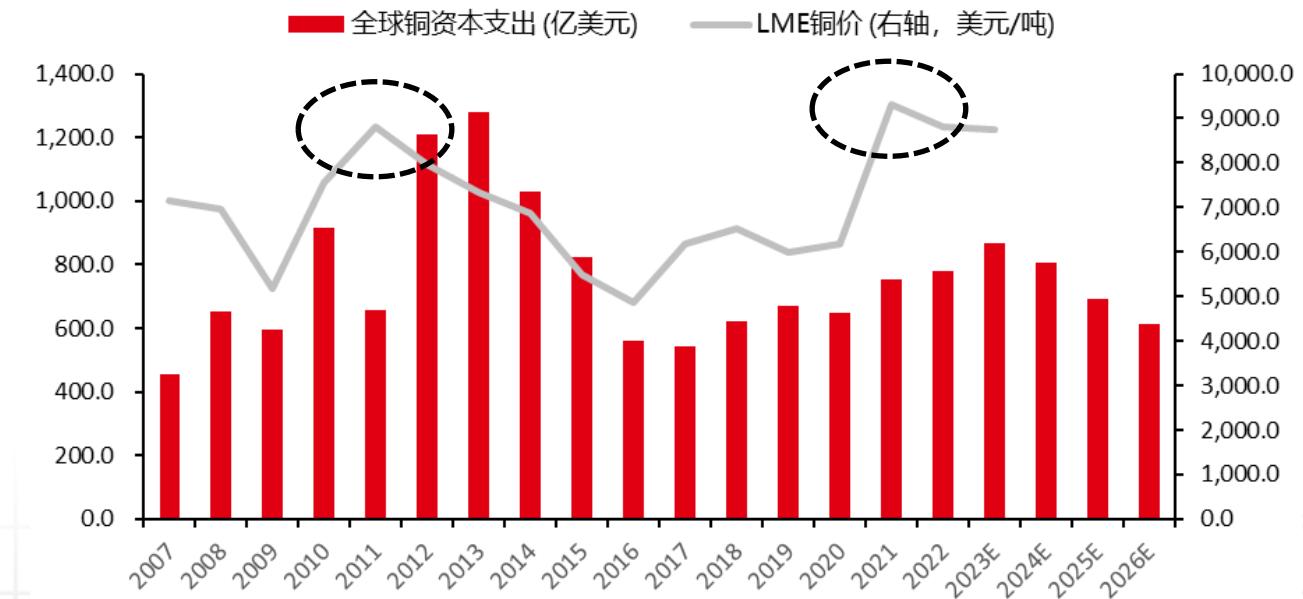
1.4 资本开支下滑，铜精矿增量受限

- 据标普数据显示，铜矿的平均交付时间为18.5年。其中，勘探与研究的平均所需时间为13.4年，矿山建设到投产平均需要5.1年
- 铜精矿增产受限于铜矿企业持续的资本开支和勘探支出，一般从资本开支投入到铜矿建成投产要滞后5年左右，而矿山企业的资本开支受铜价影响，具有较强的周期性。**近20年有两轮铜矿投资热潮，第一轮是2004-2006年前后，中国工业城镇化进程加速增加铜需求，铜价在此期间突破高点6000美元，拉动铜矿企业增加资本开支和勘探投入；第二轮是在2010年前后，各国为摆脱金融危机推出经济刺激政策，例如中国推出“四万亿”财政刺激计划，铜价再创新高8000美元，矿山勘探开发投资达到历史高位
- 预计近几年资本支出小幅上涨后回落。**2022年全球铜企的资本开支约为778.9亿美元，相较于2012年最高值1278亿美元，下降约35.5%。21年铜价阶段性见顶，将驱动铜矿企业的投资意愿，预计近几年资本开支将上涨但幅度有限

图表8：铜矿山从发现到投产的时间（年）



图表9：全球铜矿企业资本开支（亿美元，美元/吨）



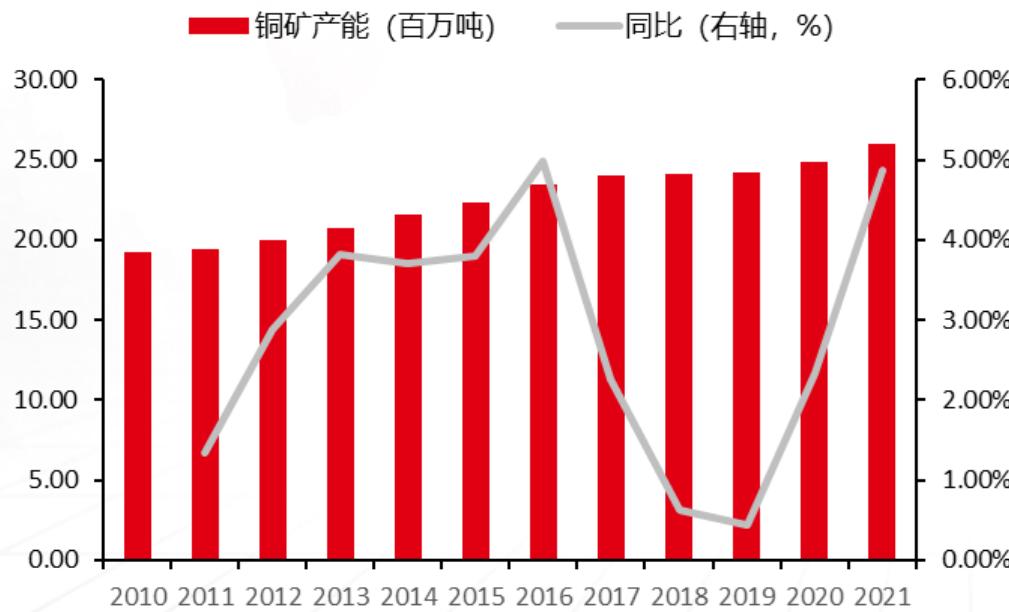
资料来源：标普，彭博，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.5 受限于资本开支，铜精矿产能增速见顶

- 铜矿新增产能受制于资本开支，通常情况下，新增产能滞后于资本支出发生后5年左右。2021年，全球铜矿产能为26.04百万吨，同比增长4.9%，受益于16-17年间持续的资本开支扩张，由于疫情影响，延缓释放产能
- 2022-2025年新投产项目中，绿地项目占主导达67%，而绿地项目需要大量筹建工作，建设周期长，速度慢；投资回报期长；文化因素使得跨国人员管理工作困难等，这些问题使得铜矿产能建设具有不确定性

图表10：全球铜矿产能（百万吨，%）



资料来源：ICSG，中邮证券研究所

图表11：全球铜矿产能扩建情况（千吨）

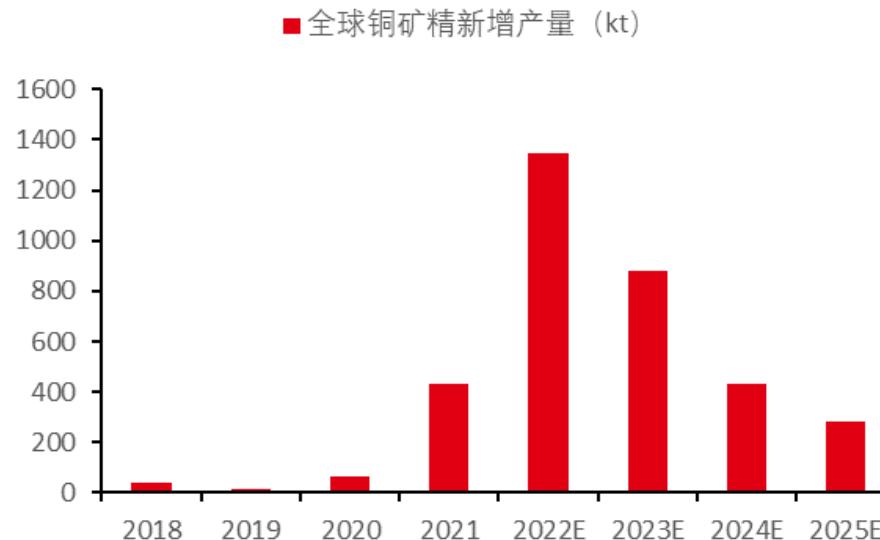
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Kamoa-Kakula	100	240	110	100	60
Oyu Tolgoi	15	25	60	100	120
El Teniente			125	150	100
Olympic Dam		35	45	55	
Cobre Panama	50	30	50	20	
Gunnison			16	7	
驱龙	16	64	80		
Quebrada II	75	60	140		
Mirador	63	28	75		
Rosemont		60	65		
Chuquicamata	52	52	51		
Rosemont		60	65		

资料来源：SMM，中邮证券研究所

1.6 受限于资本开支，铜精矿产能增速见顶

- 根据扩产计划，预计2022-2025年全球新增铜矿产量分别为135万吨、88万吨、43万吨、28万吨，增量不断下降
- 2021年，全球前十大铜矿企业生产铜精矿886.8万吨，占比总产能34.1%；Codelco(智利)、Freeport-McMoRan(美国)、Glencore(瑞士)、BHP(澳大利亚)的产量分别为172.8万吨、121.0万吨、119.6万吨、104.5万吨，产量均超过百万吨

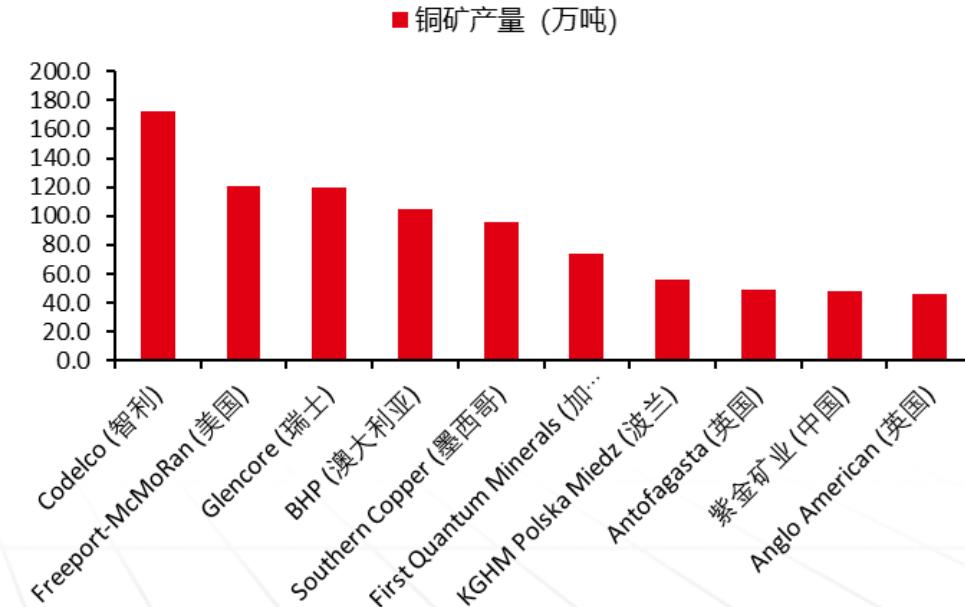
图表12：全球铜精矿新增产量 (千吨)



资料来源：ICSG，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表13：2021年全球前十大铜矿企业产量 (万吨)



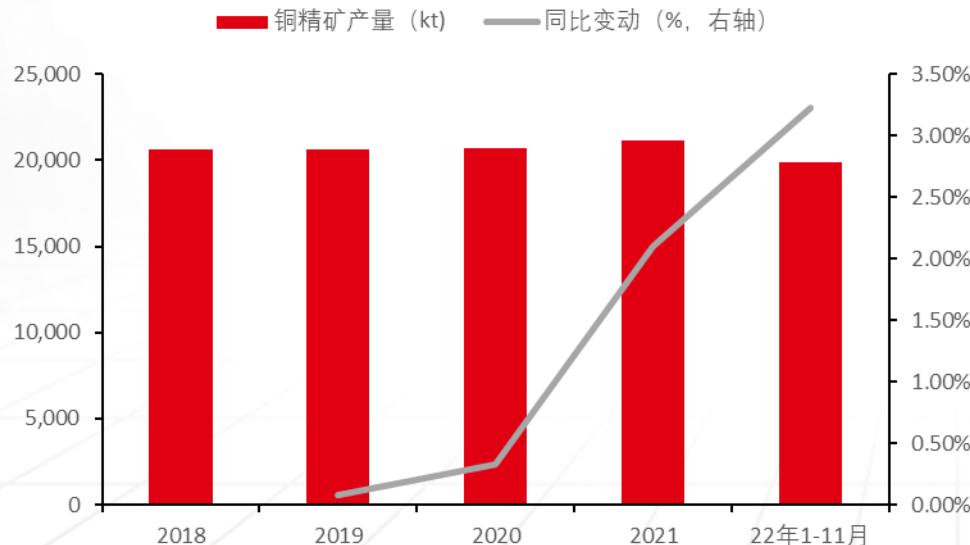
资料来源：Mining Intelligence，中邮证券研究所

注：产量为权益产量

1.7 铜矿增量有限，南美事故频发

- 根据ICSG数据，2022年1-11月全球铜矿产量1986.4万吨，同比增长3.2%，产能利用率约79%，主要由于智利、秘鲁铜矿产量增长受阻
- 2022年1-9月全球精炼铜产量1900.1万吨，同比增长2.3%，其中，原生精炼铜产量1599.3万吨，再生精炼铜产量300.8万吨
- 智利、秘鲁铜产量全球占比37%，社区、环境等问题频发。2022年1-9月智利铜矿产量下滑6.7%，主要由于疫情、矿山品位下滑、干旱缺水、旷工等因素影响，秘鲁铜矿产量仅增1.4%，主要由于Cuajone铜矿以及Las Bambas铜矿停产时间延长

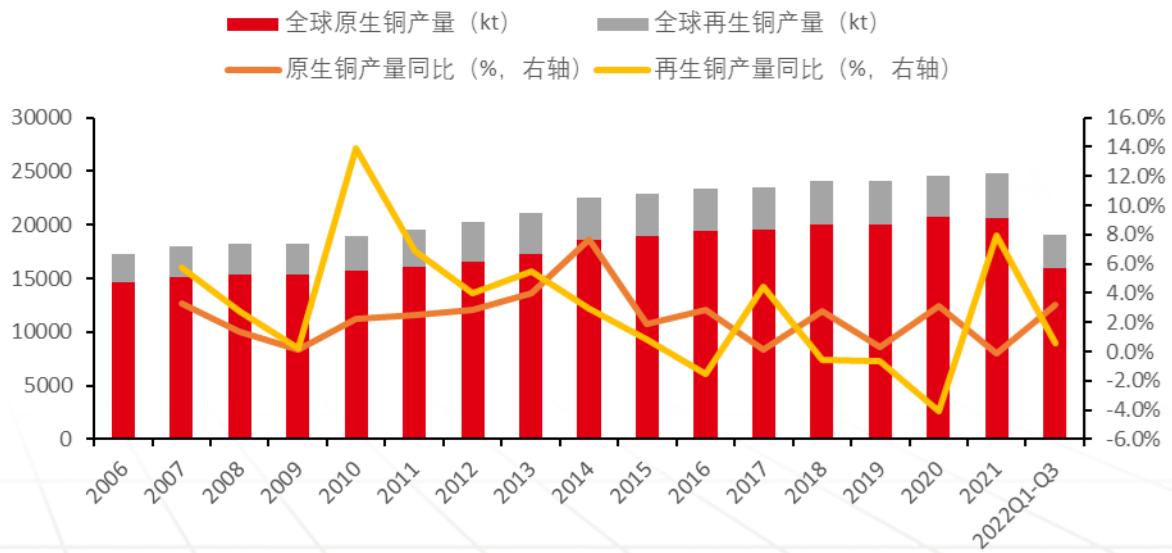
图表14：全球铜精矿产量及同比 (kt)



资料来源：ICSG，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表15：全球电解铜产量及同比 (kt)



资料来源：ICSG，中邮证券研究所

1.8 再生铜：供给有所改善，精废价差缩窄

- 再生铜是铜供应的重要补充。**铜精炼环节加入的废铜占冶炼铜总量的15%，再考虑到加工环节加入的废铜，废铜在精炼和加工环节用量占铜总供应量达32%，废铜供应量大小直接影响供需平衡。
- 进口再生铜是国内废铜供给的重要来源。**根据SMM数据，2022年进口废铜177.2万吨，同比增长4.6%，其中，主要进口自美国、日本、马来西亚和日本。随着国内疫情防控的优化落实，影响废铜回收、运输、拆解的因素解除，国内废铜供给预计提升，预计2023年再生精铜产量提升至430万吨左右，同比增加4.8%。
- 年后精废价差大幅缩窄，再生铜原料供应维持宽松转态。**年前消费疲软使得废铜原料供应商有较多库存，同时，截止2023年2月20日，精废差价（含税）为1681.72元/吨；精废价差的大幅缩窄的主要原因是，再生铜杆厂基本全部恢复生产，再生铜的需求量回升较大。

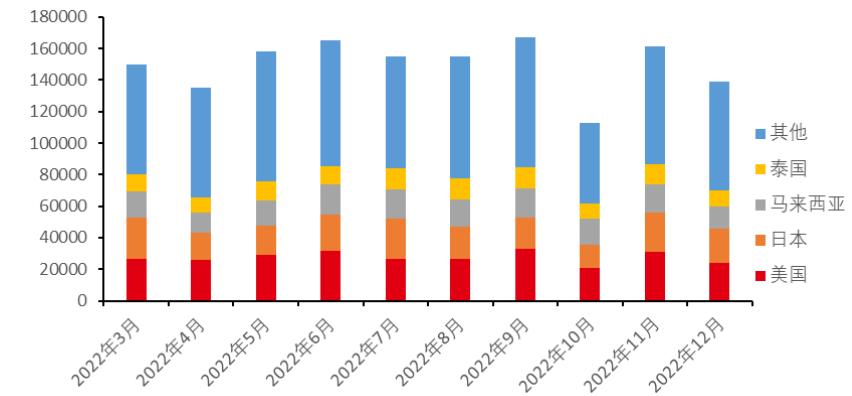
图表16：精废差价（元/吨，含税）



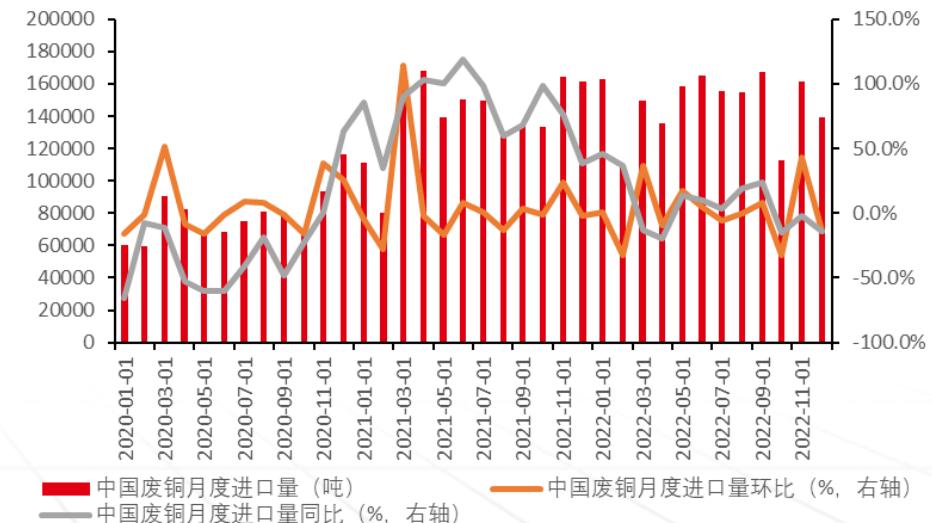
资料来源：SMM，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表17：废铜各国进口情况（吨）



图表18：废铜月度进口量及变动（吨）



资料来源：SMM，中邮证券研究所

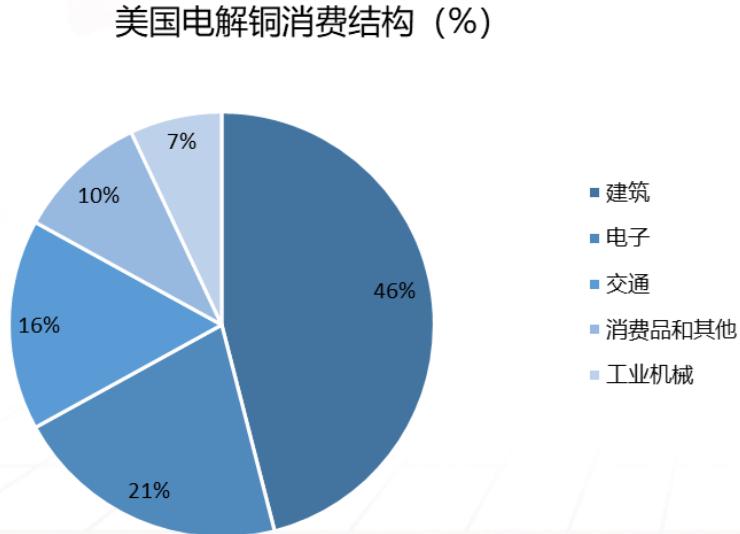
二

需求：传统+新兴领域，打开二次成长空间

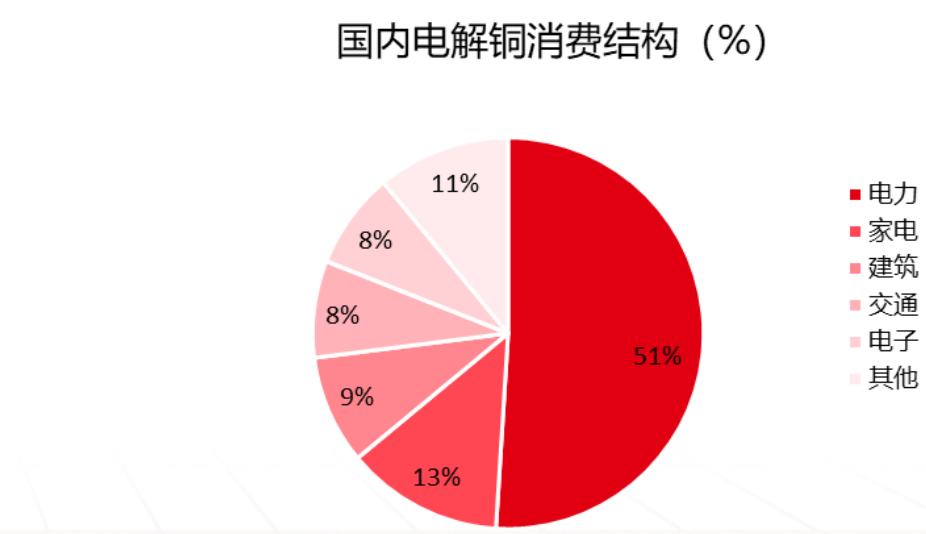
2.1 受益于消费复苏，发力于新兴领域

- **铜消费量持续上升，中国是全球最大的铜消费经济体。**根据ICSG数据，2021年全球精炼铜消费量同比增长0.6%，其中，中国精炼铜消费量为13.9百万吨，占比全球铜消费量的55%
- **传统领域依然是铜消费的主力战场。**电力电网行业是国内电解铜应用占比最高的行业，根据百川盈孚数据显示，2021年中国各终端行业铜消费中，电力占比51%，其余分散在空调制冷（13%）、建筑（9%）、交通（8%）、电子（8%）等领域

图表19：2021年美国电解铜消费结构（%）



图表20：2021年国内电解铜消费结构（%）

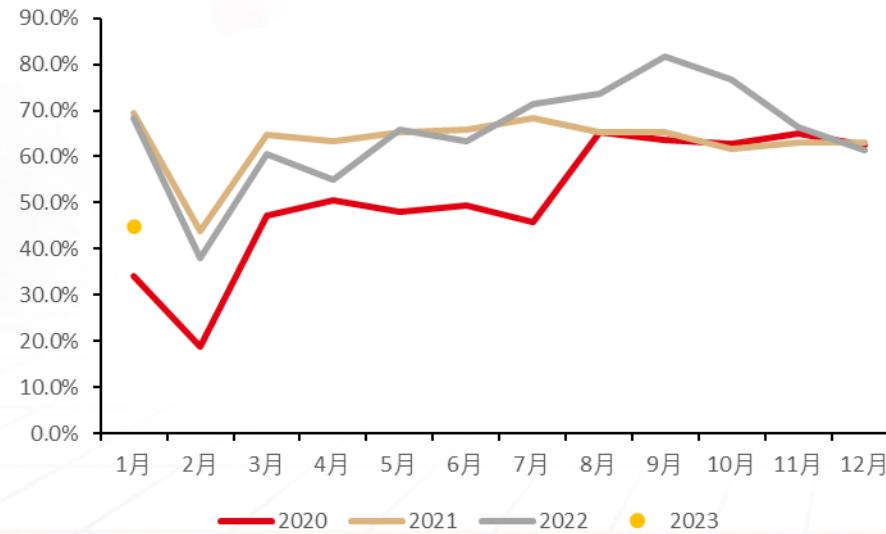


资料来源：USGS，中邮证券研究所

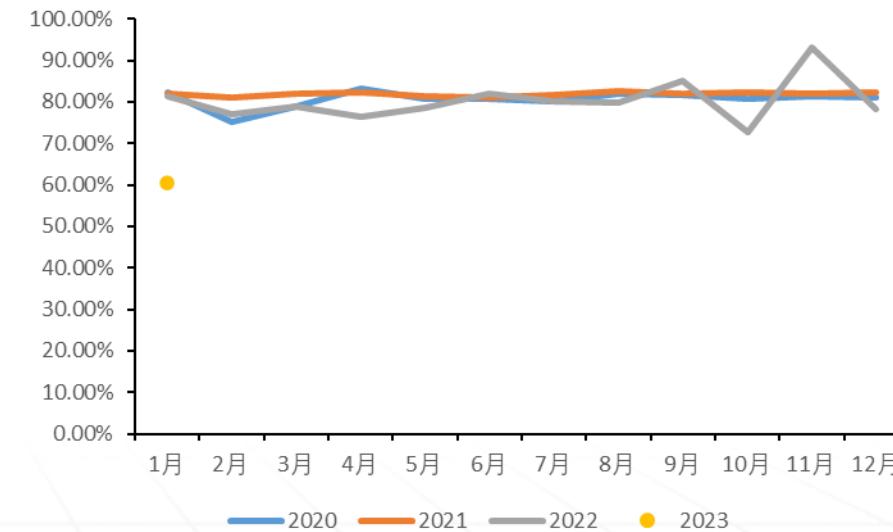
2.2 铜材开工处于淡季，后疫情时代有序恢复

- 23年1月铜材开工率处于淡季，年后有望陆续恢复。据百川盈孚统计，23年1月铜材产量为216.4万吨，环比上涨2.76%，同比上涨4.46%。1月铜材行业整体开工率为41.15%，环比下降24.48个百分点，同比下降33.64个百分点；主要系年前疫情影响以及2023年春节放假较早

图表21：铜杆月度开工率 (%)



图表22：铜箔月度开工率 (%)

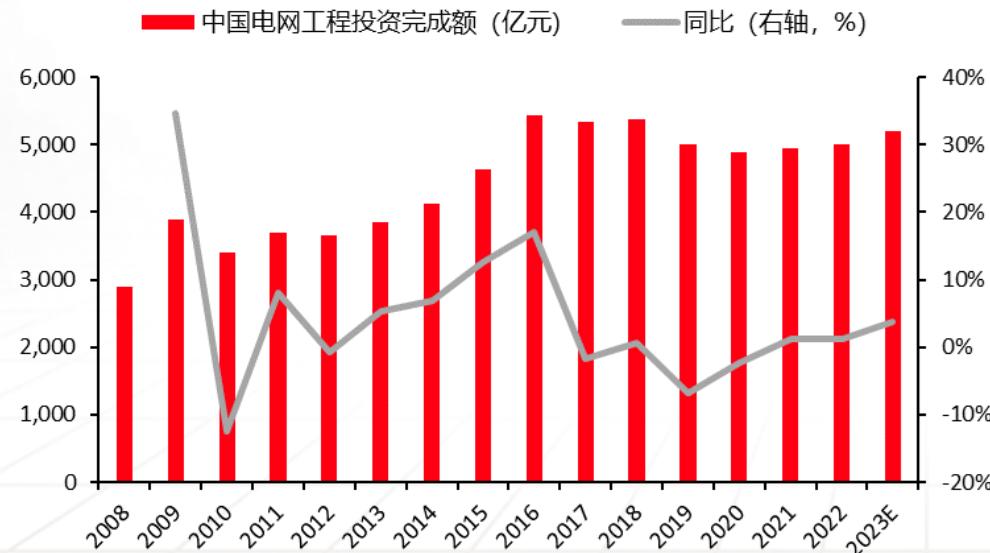


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

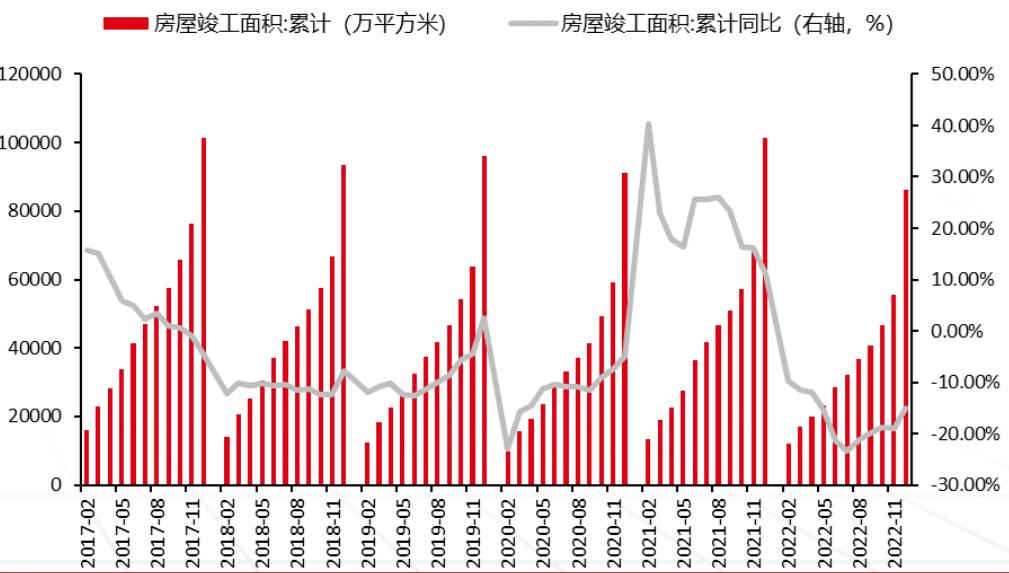
2.3 传统领域：依然是铜消费的主战场

- **国家加大电网投资力度以调节经济逆周期，进而促进铜需求增长。** 2022年，我国电网工程投资完成额为5012亿元，同比增长1.2%。“十四五”期间，国家电网计划投入3500亿美元(约合2.23万亿元)，推进电网转型升级，意味着2023-2025年中国电网投资仍有巨大增幅空间，进而促进对铜的需求
- **政策大力支持，地产开始回暖。** 国务院副总理刘鹤2022年12月15日指出，房地产是国民经济的支柱产业，未来一个时期，中国城镇化仍处于较快发展阶段，有足够需求空间为房地产业稳定发展提供支撑。自2022年9月以来，在“三箭齐发”政策加持下房地产竣工面积同比开始好转

图表23：国内电网工程投资完成额及同比（亿元，%）



图表24：国内竣工面积情况及同比（万平方米，%）



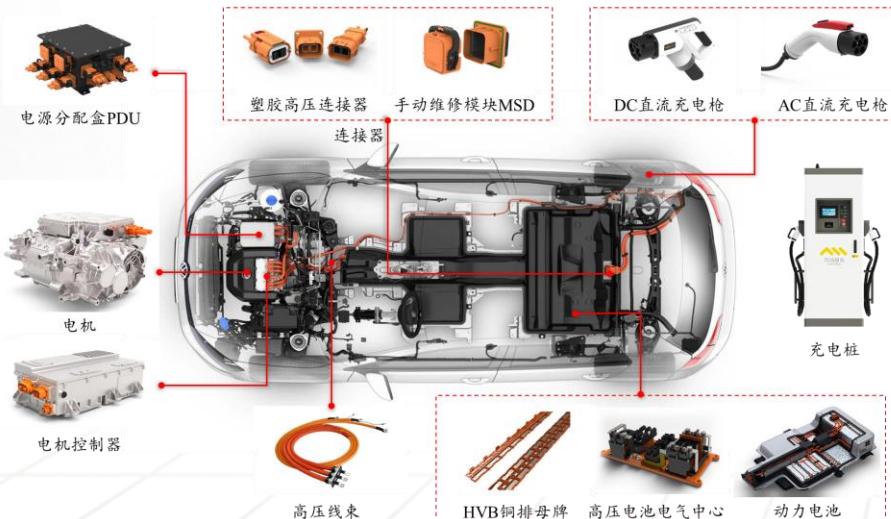
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.4 新兴领域：新能源领域成为铜需求的最大增长点

- 在新能源汽车领域，铜和铜合金主要用于散热器、电机、连接器、充电桩、充电线等部位
- 据ICSG报告显示，燃油车、混动车、插电混动车、纯电车的单车用铜量分别为23kg、39kg、60kg、83kg；新能源汽车电子自动化程度更高，需要更多连接器及线速产品，拉动对铜材的需求
- 为了推动碳中和，各国纷纷推出新能源汽车补贴政策，鼓励新能源汽车发展。预计到2025年全球新能源汽车销量超2400万辆

图表25：铜在新能源汽车中的应用



资料来源：新浪，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

核心假设

- 新能源汽车中纯电动车占82%，插电混动车占18%比例不变
- 直流公共充电桩、交流公共充电桩和私人交流充电桩用铜量分别为60kg、20kg 和5kg
- 到2025年车桩增量比逐步降低，预计2025年全球充电桩数量为646万台

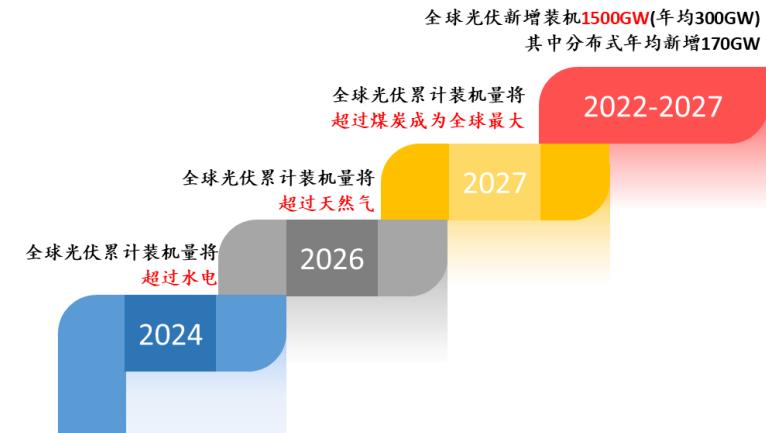
图表26：新能源汽车领域的铜用量测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量 (万辆)	323	650	1076	1400	1900	2400
国内产量(万辆)	136.7	350	689	868	1170	1329
yoy	13.4%	156.0%	96.8%	26.0%	34.8%	13.6%
海外产量(万辆)	186	300	387	532	730	1071
yoy	83.8%	60.9%	29.0%	37.5%	37.2%	46.7%
全球充电桩新增量 (万台)	132	185	274	403	515	646
国内充电桩新增量 (万台)	81	115	180	277	347	416
yoy	56.4%	42.1%	56.7%	54.3%	25.0%	20.0%
海外充电桩新增量 (万台)	51	71	94	125	169	230
yoy	44.9%	37.4%	33.6%	33.0%	34.5%	36.4%
全球插电混动车用铜量 (万吨)	4	8	13	17	23	29
全球纯电车用铜量 (万吨)	21	43	71	93	126	159
全球充电桩用铜量 (万吨)	7	9	14	20	26	32
新能源汽车行业合计用铜量 (万吨)	32	60	98	130	175	220
yoy	46.8%	88.6%	62.8%	32.5%	34.5%	26.2%

资料来源：中汽协，Marklines，充电联盟，IEA，中邮证券研究所

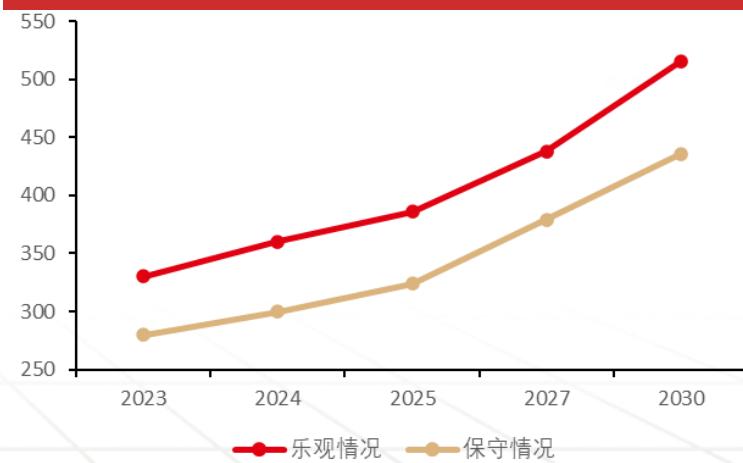
2.4 新兴领域：光伏和风电需求共振——铜需求新动能

图表27：到2027年，光伏累计装机量将超越其他能源



资料来源：光伏行业协会，中邮证券研究所

图表28：2023-2030全球光伏新增装机预测 (GW)



图表29：光伏领域的铜用量测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新增装机 (GWh)	120	130	170	230	305	330	355
yoy		8.3%	30.8%	35.3%	32.6%	8.2%	7.6%
中国新增装机 (GWh)	30.1	48.2	54.9	87.4	107.5	109	112.5
yoy		60.1%	13.9%	59.3%	23.0%	1.4%	3.2%
集中式光伏 (GWh)	17.9	32.7	25.6	36.3	43.0	43.6	45.0
yoy	22.9%	82.6%	-21.7%	41.8%	18.5%	1.4%	3.2%
分布式光伏 (GWh)	12.2	15.5	29.3	51.1	65	65	68
yoy	17.3%	27.0%	88.9%	74.5%	26.2%	1.4%	3.2%
全球用铜量 (万吨)	66	72	94	127	168	182	195
yoy		8.3%	30.8%	35.3%	32.6%	8.2%	7.6%
中国用铜量 (万吨)	17	27	30	48	59	60	62
yoy		60.1%	13.9%	59.3%	23.0%	1.4%	3.2%

资料来源：光伏行业协会，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.4 新兴领域：光伏和风电需求共振——铜需求新动能

- 风电领域：**铜在风电中的具体应用组件为塔筒电缆、机组内部升压器、机组外部升压器、风电场内部电缆、电机、开关设备、控制电线和电缆、接地电线和电缆等，应用范围较广。对于海上风电来说，各组件的铜使用强度均较陆上风电有所提升，尤其是电缆，电缆铜用量占比可高达59%。尽管不同技术对铜使用强度略有影响，但由于电机和增速箱用铜量在风电场整体的比例不高（8%—21%），整体影响有限
- 据Wood Mackenzie和星展银行显示，陆上风电每GW装机需要消耗4000吨铜，海上风电每GW装机需要消耗12500吨铜

图表32：风电领域的铜用量测算

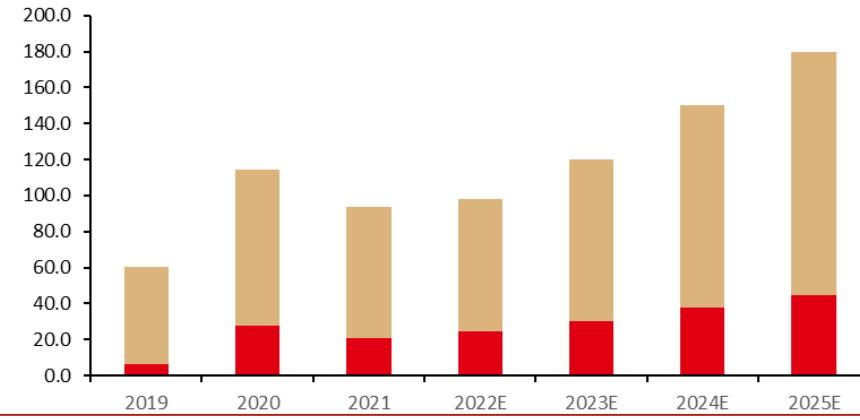
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风电新增装机量 (GWh)	60.4	114.6	93.6	98.0	120.0	150.0	180.0
yoy		89.8%	-18.3%	35.3%	22.4%	25.0%	20.0%
其中：海上风电新增装机量 (GWh)	6.2	27.7	21.1	24.5	30.0	37.5	45.0
yoy		346.8%	-23.8%	16.1%	22.4%	25.0%	20.0%
陆上风电新增装机量 (GWh)	54.2	86.9	72.5	73.5	90.0	112.5	135.0
yoy		60.4%	-16.6%	1.4%	22.4%	25.0%	20.0%
中国风电新增装机量 (GWh)	30.1	48.2	47.6	37.6	50	60	70
yoy		60.1%	-1.3%	59.3%	33.0%	20.0%	16.7%
其中：海上风电新增装机量 (GWh)	2.0	3.7	17.0	17.1	20.0	24.0	28.0
yoy		22.9%	85.4%	363.2%	41.8%	17.2%	20.0%
陆上风电新增装机量 (GWh)	23.8	68.0	30.5	20.5	30	36	42
yoy		17.3%	186.2%	-55.1%	74.5%	46.1%	20.0%
全球用铜量 (万吨)	32	74	59	64	78	98	117
yoy		129.4%	-20.0%	8.0%	22.4%	25.0%	20.0%
中国用铜量 (万吨)	13	35	35	31	39	46	54
yoy		167.2%	-0.6%	-12.6%	25.9%	20.0%	16.7%

资料来源：国家能源局，GWEC，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

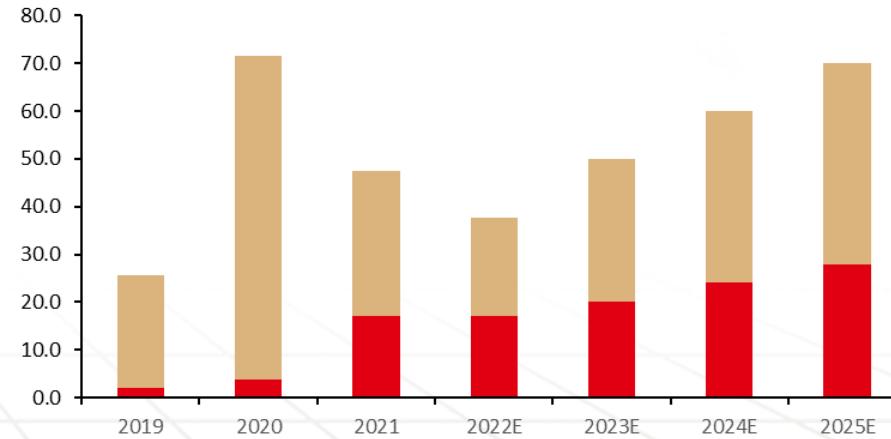
图表30：全球风电新增装机量 (GWh)

■ 海上风电新增装机量 (GWh) ■ 陆上风电新增装机量 (GWh)



图表31：中国风电新增装机量 (GWh)

■ 海上风电新增装机量 (GWh) ■ 陆上风电新增装机量 (GWh)



资料来源：国家能源局，GWEC，中邮证券研究所

2.5 全球供需持续紧张

- 根据ICSG统计数据为基础，假设:1) 供给端，智利秘鲁等铜生产大国，生产经营整体保持稳定，但受限于资本开支不足和矿山品位趋势性下行，产量难有明显增长；2) 需求端，传统领域如电力电网、建筑行业等伴随消费复苏而有所改善；新兴领域保持高增速发展，新能源、光伏等领域年复合增长率超30%
- **铜供需紧张。**未来铜供给增量有限，需求受益于新能源、光伏等新兴领域的爆发式增长而不断攀升，供需缺口显著加大，预期到2025年的铜供给缺口将达到102万吨，因而将对铜价形成强有力的支持

图表33：全球铜供需平衡表

(万吨)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球铜精矿产量	2046.0	2053.0	2115.0	2191.0	2220.0	2253.0	2270.0
Yoy(%)		0.3%	3.0%	3.6%	1.3%	1.5%	0.8%
全球精炼铜产量	2401.5	2450.5	2485.5	2527.0	2583.0	2641.0	2698.0
Yoy(%)		2.0%	1.4%	1.7%	2.2%	2.2%	2.2%
其中: 原生精炼铜产量	1985.0	2055.0	2071.0	2136.0	2186.0	2258.0	2279.0
再生精炼铜产量	408.0	388.0	410.0	401.0	407.0	413.0	419.0
全球精炼铜消费量	2440.5	2498.9	2533.0	2566.0	2645.0	2723.0	2800.0
增速 (%)		2.4%	1.4%	1.3%	3.1%	2.9%	2.8%
传统领域铜需求量	2320.6	2321.7	2320.3	2277.8	2269.4	2269.3	2267.3
传统领域占比	95.1%	92.9%	91.6%	88.8%	85.8%	83.3%	81.0%
新兴领域铜需求量							
新能源车铜需求量	17.4	25.3	51.0	84.3	109.8	149.0	188.2
充电桩铜需求量	4.4	6.6	9.3	13.7	20.1	25.8	32.3
光伏铜需求量	66.0	71.5	93.5	126.5	167.8	181.5	195.3
风电铜需求量	32.1	73.7	59.0	63.7	78.0	97.5	117.0
新兴领域耗铜量合计	119.9	177.2	212.7	288.2	375.6	453.7	532.7
新兴领域占比	4.9%	7.1%	8.4%	11.2%	14.2%	16.7%	19.0%
全球供需缺口	-39.0	-48.4	-47.5	-39.0	-62.0	-82.0	-102.0

资料来源：ICSG，中汽协，充电联盟，中国光伏行业协会，GWEC等，中邮证券研究所

三

回顾历史：复盘价格走势和库存

3.1 回顾近20年铜价格走势

图表34：自2000年以来，LME铜价格走势（美元/吨）



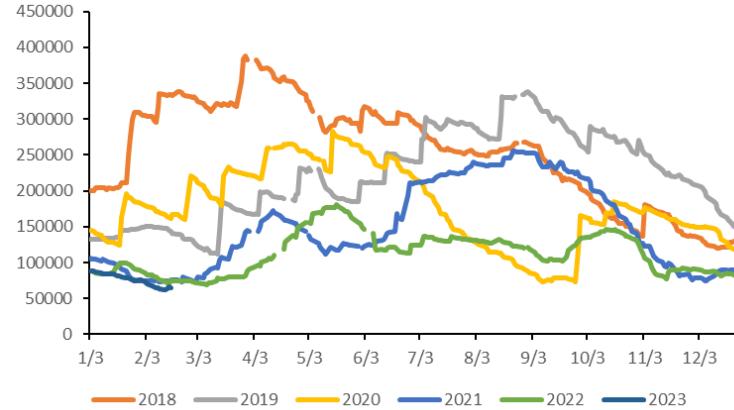
数据来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

3.2 库存水平处于历史低位

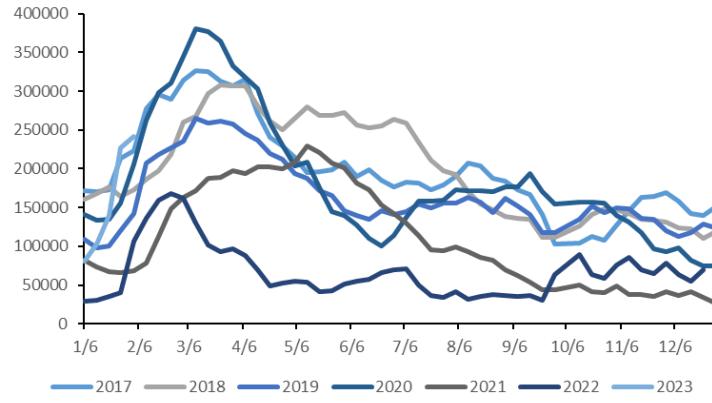
- 截止于2023年2月17日，三大交易所显性库存32.7万吨
- 根据SMM统计，截止于2023年2月17日，电解铜国内社会库存（含保税区）为48.96万吨，环比上周增加2.84万吨；其中，保税区电解铜库存为16.42万吨
- 国内外，电解铜库存均处于历史低位，供应紧张，对铜价形成支撑

图表35：LME全球铜库存（吨）



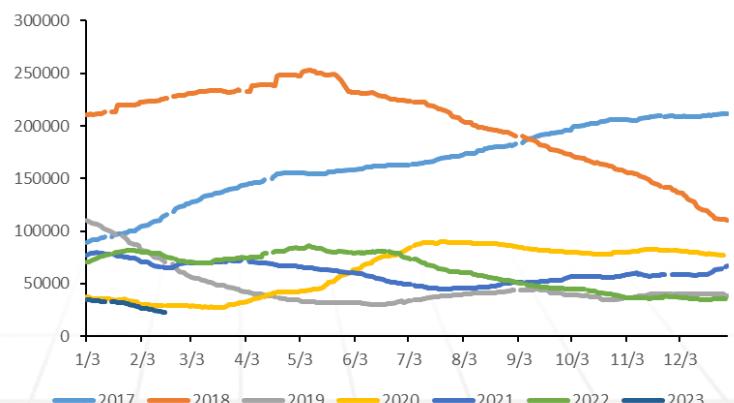
资料来源：Ifind, 中邮证券研究所

图表36：SHFE铜库存（吨）



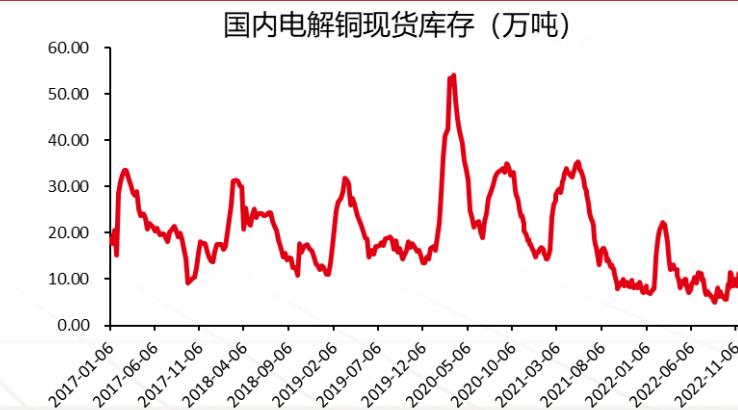
资料来源：Ifind, 中邮证券研究所

图表37：COMEX铜库存（短吨）



资料来源：Ifind, 中邮证券研究所

图表38：国内铜现货库存（万吨）



资料来源：钢联, 中邮证券研究所

四

投资建议

■ 建议关注：紫金矿业，铜陵有色，西部矿业、江西铜业，洛阳钼业、北方铜业等

图表39：国内铜矿企业产量情况及市值（单位：万吨，亿元）

证券代码	公司	矿产铜产量（万吨）			2021年铜储量 (万吨)	公司市值 (亿)	市值 产量比	市值 储量比	非铜业务亮点
		2021	2022E	2023E					
601899	紫金矿业	58.4	85.9	90.0	2033.0	3029.8	33.7	1.5	金、锂
600362	江西铜业	20.2	20.2	20.5	1305.4	577.7	28.2	0.4	金、银
000878	云南铜业	7.6	8.3	9.2	361.1	263.1	28.7	0.7	金、银、硫酸
000630	铜陵有色	5.3	5.2	5.5	416.0	364.2	66.2	0.9	铁、硫酸
000737	北方铜业	47.2	51.9	57.1	137.9	121.1	2.1	0.9	硫酸、化工产品
603993	洛阳钼业	23.3	25.6	28.2	334.8	1213.1	43.1	3.6	钴、钼
01208	五矿资源	34.0	35.0	37.0	649.3	199.6	5.4	0.3	
600489	中金黄金	8.1	8.1	8.2	237.0	415.9	50.7	1.8	金
601168	西部矿业	12.5	14.8	17.6	643.4	273.3	15.5	0.4	锌、铁
000960	锡业股份	3.6	3.9	3.9	121.4	251.6	64.7	2.1	锡、铟
601212	白银有色	4.8	5.6	6.4	24.8	202.9	31.8	8.2	锌、铅
02099	中国黄金国际	8.6	8.6	8.6	46.7	108.8	12.6	2.3	金

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：（1）市值为截止2023年2月20日

（2）市值产量比中的产量采用2023年预测产量；市值储量比采用2021年财报披露的保有储量

（3）洛阳钼业储量不包含KFM铜钴矿，因其未披露储量情况

紫金矿业：全球一流、中国最大的矿产铜生产企业

- 紫金矿业是大型跨国矿业集团，主要在全球范围内从事铜、金、锌等金属矿产资源和新能源矿产资源勘查、开发及工程技术应用研究等。
- **国内铜资源量/储量最多：**铜矿资源量持续增长，达到6277.05万吨；铜矿储量达到2032.83万吨，占比国内总储量的75.25%
- **产量：**产铜120.55万吨，同比增长17.14%。其中：矿产铜58.42万吨，同比增长28.83%，占比国内总量的31.49%；冶炼产铜62.13万吨，同比增长7.94%
- **优越的成长性：**全球主要铜企矿产铜增长最快的公司，多个世界级重大项目批量建成投产达产。资源雄厚成为铜业务高增长直接动力，依托后续并购及自主勘探，资源量/储量有望持续提升

图表40：公司产量规划 (万吨)

	2022	2023	2025	年复合增长率
矿产铜 (万吨)	86	95	117	0.11
矿产金 (吨)	56	72	90	0.17
矿产锌/铅 (万吨)	44	45	48	0.03
矿产银 (吨)	387	390	450	0.05
碳酸锂 (万吨)	/	0.3	12	/
矿产钼 (万吨)	0.4	0.6	1.6	0.59

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表41：三大世界级超大型铜矿建成投产



刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿一期380万吨/年选矿系统建成投产，达产后年产铜20万吨，二期工程提前投产并加快实施45万吨/年技改项目，三期工程和配套50万吨/年铜冶炼厂顺利推进，建成后将成为非洲最大的铜冶炼厂



塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带正式投产；塞尔维亚紫金铜业VK矿采选工程及冶炼厂改扩建项目即将完成

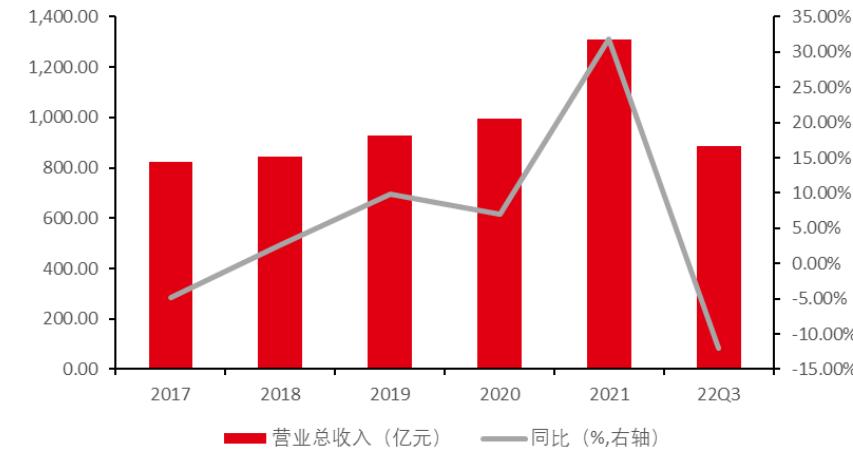


西藏巨龙铜矿一期达产，年产铜16万吨、二期筹建快速推进；黑龙江多宝山铜山矿地采顺利推进

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

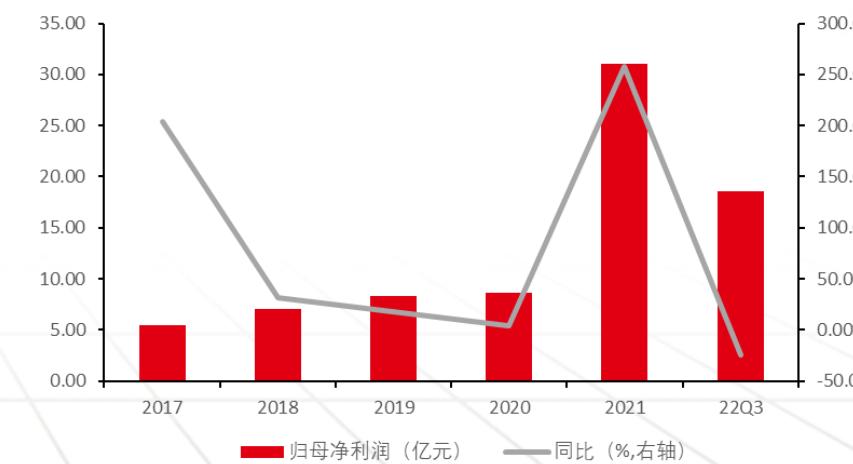
- 公司是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等
- **阴极铜产量全国第一。** 2021年，公司生产自产铜精矿含铜5.26万吨；阴极铜159.69万吨，同比增长12.30%，占国内总产量的15.22%，位居国内领先地位；铜加工材39.19万吨，同比增长4.50%
- **铜箔产能达5.5万吨，5G通讯用RTF铜箔、6微米锂电箔实现量产，为行业龙头企业主要供应商。** 2021年，铜冠铜箔年产2万吨高精度储能用超薄电子铜箔项目（二期）建设完工；在建设项目建设有“铜冠铜箔1万吨/年电子铜箔项目以及“安徽铜冠1.5万吨/年高精度储能用超薄电子铜箔项目”，全部达产后，铜冠铜箔将达到年产8万吨电子铜箔的产能
- **收购中铁建铜冠70%股权，大型铜矿资产注入上市公司。** 中铁建铜冠所属子公司ECSA所持的Mirador 1铜矿，矿区面积矿区面积2985公顷；截至评估基准日2022年6月30日，ECSA Mirador 1铜矿的矿石保有资源量1464.76百万吨，可采储量817.13百万吨，其中Mirador 矿区534.67百万吨，平均品位Cu 0.534%；Mirador Norte 矿区282.46百万吨，平均品位Cu 0.462%，折合铜金属量416万吨

图表42：营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表43：归母净利润及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

江西铜业：国内最大的铜生产基地

- 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
- **本集团为中国最大的铜生产基地，公司拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿。**截至2021年12月31日，公司100%所有权的保有资源量约为铜金属861.9万吨，金278.5吨，银8138吨，钼20.0万吨；公司联合其他公司所控制的权益金属资源量约为铜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150.38吨
- **具有规模成本优势。**公司拥有的德兴铜矿是国内最大的露天开采铜矿山，单位现金成本低于行业平均水平；同时矿山资源优势进一步保证了铜精矿的自给率。公司拥有的贵溪冶炼厂为全球最大的单体冶炼厂，技术领先且具有规模效应，让公司更具成本优势

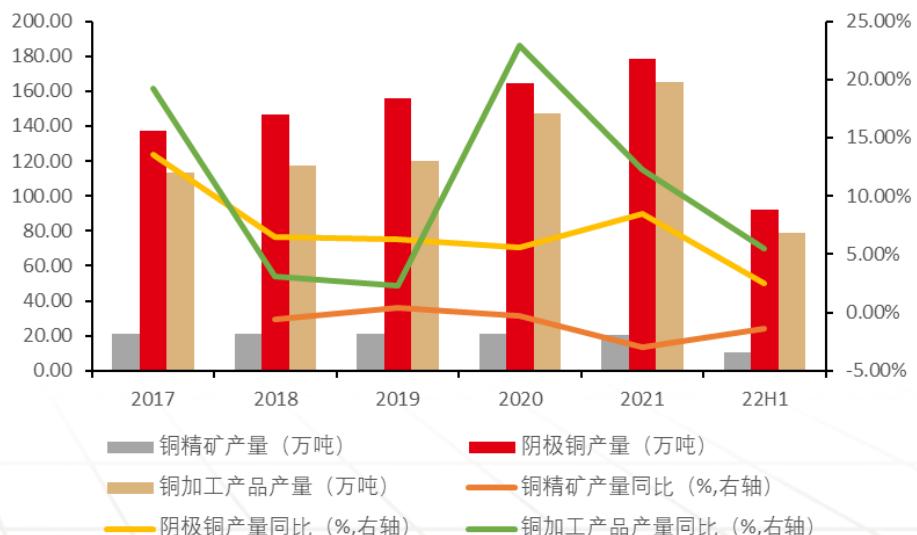
图表44：主要产品产能情况

产品	公司名称	设计产能	实际产能	产量	产能利用率%
铜精矿含铜 (万吨)	德兴铜矿	14.24	15.52	15.33	107.68%
	永平铜矿	1.93	1.85	1.31	68.39%
	武山铜矿	1.21	1.21	1.15	94.80%
	城门山铜矿	1.45	1.62	1.26	87.25%
	银山矿业公司	1.98	1.98	1.18	59.84%
阴极铜 (万吨)	贵溪冶炼厂	92	93	102.33	111.23%
	江西铜业(清远)	10	10	10.73	107.30%
	浙江江铜富冶和鼎铜业	35	35	38.65	110.43%
	山东恒邦冶炼股份	20	25	19.48	97.40%
	江铜宏源铜业	10	10	7.04	70.40%
黄金 (吨)	贵溪冶炼厂	25	25	32.05	128.20%
	山东恒邦冶炼股份	50	50	39.6	79.20%
白银 (吨)	贵溪冶炼厂	510	510	363.2	71.22%
	山东恒邦冶炼股份	1000	1000	760.51	76.05%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表45：铜产品产量情况 (万吨, %)



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- 公司主要从事基本金属、稀有金属的采、选、冶等矿山采掘及加工业务和矿产贸易业务，是全球领先的小金属生产商和重要的铜生产商
 - 目前公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲
- 公司持有刚果(金)境内的TFM铜钴矿80%权益和KFM铜钴矿71.25%权益；同时间接持有位于澳大利亚的NPM铜金矿80%权益

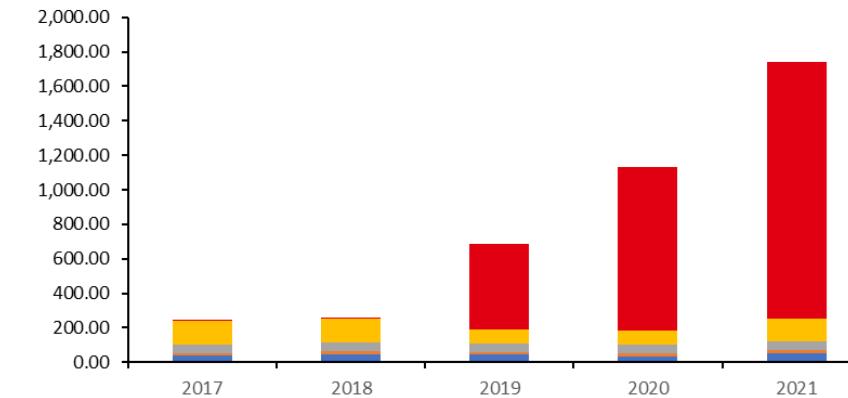
图表46：铜矿项目进展

	TFM混合矿	KFM
投资金额	25.1亿美元	一期建设投资18.26亿美元
建设规模	年处理量1,240万吨：350万吨/年混合矿生产线、330万吨/年氧化矿生产线和560万吨/年混合矿生产线	本项目为采选冶工程，年处理量450万吨
年均产能(折算)	铜20万吨，钴1.7万吨	铜9万吨，钴3万吨
项目进度	截止2022年6月底中区已完成粗碎、磨机基础施工，并开始磨机主体设备安装；东区磨机基础施工完成、浸出槽基础待防腐施工，预计2023年投产	KFM筹建前期各项工作顺利推进，河流改道工程基本完成，选矿厂、变电站、冶炼厂、尾矿库等工程顺利开展，预计2023年上半年投产 战略合作：与邦普时代子公司完成KFM股权转让，交割后公司持股比例71.25%
施工现场	 	 

资料来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

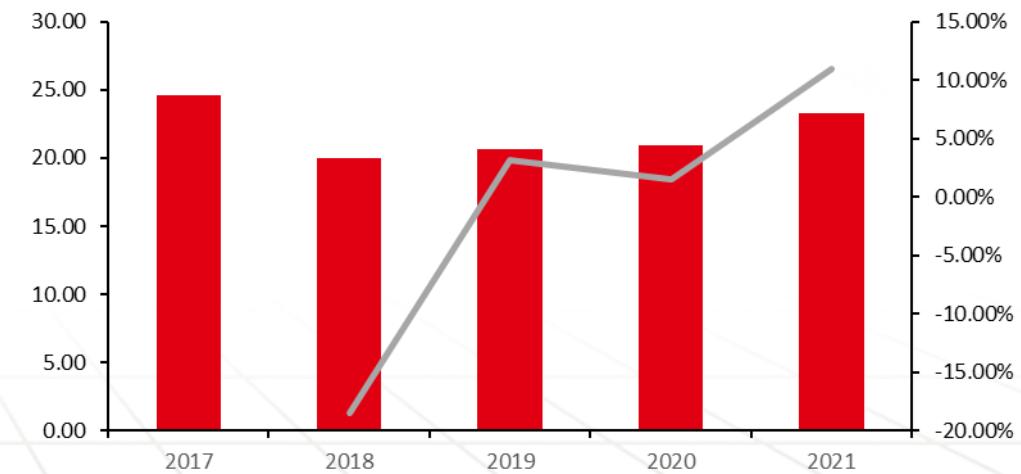
图表47：营收结构 (亿元)

■ 钨、钨 ■ 铜、金 ■ 钨、磷 ■ 铜、钴 ■ 其他



图表48：矿产铜产量及同比 (万吨， %)

■ 矿产铜量 (万吨) ■ 同比 (右轴， %)



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

风险提示

- 宏观经济大幅波动
- 需求不及预期
- 供应释放超预期
- 项目进度不及预期

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

免责声明

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
可转债评级	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

