

► **事件：冶炼厂联合减产，铜价上涨。**2024 年年初以来，国内铜冶炼厂冶炼加工费快速下滑。截至 2024 年 3 月 15 日，SMM 进口铜精矿指数(周)报 13.25 美元/吨，环比前一周下降 2.04 美元/吨。冶炼盈利下滑严重，相关企业计划联合减产。针对冶炼加工费快速下滑的问题，3 月 13 日“铜冶炼企业座谈会”召开，会上各个与会企业都对减产表达了决心。受到减产消息刺激，LME 铜价和 SHFE 铜价均在周三突破此前横盘阻力位。截至 2024 年 3 月 15 日，LME 铜价涨至 9074 美元/吨，SHFE 铜价涨至 73290 元/吨

► **2023 年 12 月以来，连续多起矿山减产事件使得 2024 年预期增量大幅减少，且更多的减量主要集中在矿山端。**由于矿山铜精矿供应受到较多扰动，冶炼厂议价能力相对减弱，冶炼加工费连续下滑，但同期的铜价走势则呈现区间震荡，并未有显著上涨出现。核心原因是减产集中在矿山端，传导到金属端需要一定的时间，本次冶炼厂联合减产即为矿山端的短缺向金属端的传导落地，因此铜价应声而涨。

► **目前铜冶炼厂减产多以停产检修为由，SMM 预计影响二季度供给约 21.1 万吨。**根据 SMM 统计，预计 2023 年停产检修影响精炼铜产量合计 34.9 万吨，停产检修结束时间在二季度的厂商合计影响精炼铜产量 21.1 万吨，供给端影响 1%不到。考虑到后续或有铜冶炼厂商主动减产以支撑冶炼加工费回升，实际减产效果或仍需跟踪。

► **复盘历史来看，冶炼加工费触底反弹后铜价均上涨。**2008 年以来铜冶炼加工费曾经三次触底，分别实在 2010 年 6 月，2011 年 12 月和 2021 年 3 月底，加工费最低位分别为 8.66/26.66/28.4 美元/吨，均为冶炼厂普遍亏损的价格。以三次时间节点为行情起始日期，三轮冶炼加工费的反弹过程中，冶炼加工费相比于行情起始阶段分别上涨 978%、69%、22%，同期的铜价分别上涨 65.74%、21.07%、20.63%，对应的行情天数分别为 252/56/42 天。当天初始冶炼加工费越低时，表明当时的冶炼端议价能力非常弱，意味着矿端相对更加紧张，目前的冶炼加工费位置接近第一轮行情的历史最低点，向上的弹性较大，预计行情持续时间将会较长。

► **投资建议：**考虑到冶炼加工费底部反转在即，铜矿端供给紧张格局将向冶炼端传导，供给约束下需求仍有持续增长，铜价上行趋势明确，推荐铜行业相关公司。重点推荐有增量的矿山端铜标的：洛阳钼业，紫金矿业，金诚信，西部矿业，中国有色矿业，五矿资源。冶炼端公司或也将受益于冶炼加工费回升，建议关注：铜陵有色，江西铜业，云南铜业。

► **风险提示：**需求不及预期，美联储降息不及预期，项目进展不及预期等。

#### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603993.SH	洛阳钼业	7.82	0.28	0.27	0.51	28	29	15	推荐
601899.SH	紫金矿业	15.78	0.76	0.84	0.93	21	19	17	推荐
603979.SH	金诚信	51.28	1.02	1.68	2.75	50	31	19	推荐
601168.SH	西部矿业	18.55	1.45	1.17	1.45	13	16	13	推荐
1258.HK	中国有色 矿业	6.13	0.49	0.70	0.73	12	9	8	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(1 美元=7.1983 人民币元，1 港币元=0.9205 人民币元)

(注：西部矿业 2023 年数据为实际值，其余为预测值，股价为 2024 年 3 月 18 日收盘价)

## 推荐

维持评级



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

## 相关研究

1. 钨行业跟踪报告：钨矿供需紧张，期待登顶时刻-2024/03/18
2. 有色金属周报 20240316：铜冶炼厂减产叠加政策支持需求，看好后续铜价-2024/03/16
3. 有色金属周报 20240309：国内经济增长目标+海外降息预期共振，商品价格上行-2024/03/09
4. 有色金属周报 20240303：降息预期+国内稳增长加码，商品价格有望继续上行-2024/03/03
5. 有色金属周报 20240225：国内利率调整，期待复工后金属需求回暖-2024/02/25

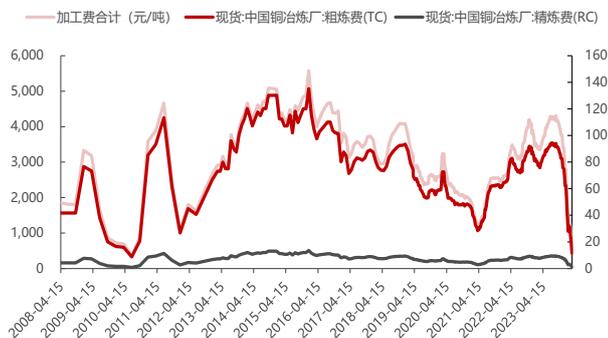
# 目录

<b>1 事件：铜冶炼厂联合减产，铜价突破 9000 美金</b> .....	<b>3</b>
<b>2 点评：矿端紧张往冶炼端的传导，铜价涨势可期</b> .....	<b>5</b>
2.1 冶炼端减产本质是矿端紧张往冶炼端的传导.....	5
2.2 冶炼端减产对供给影响有多大? .....	8
2.3 复盘历史，冶炼加工费触底反弹后铜价表现如何? .....	9
<b>3 投资建议</b> .....	<b>11</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>12</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>13</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>13</b>

## 1 事件：铜冶炼厂联合减产，铜价突破 9000 美金

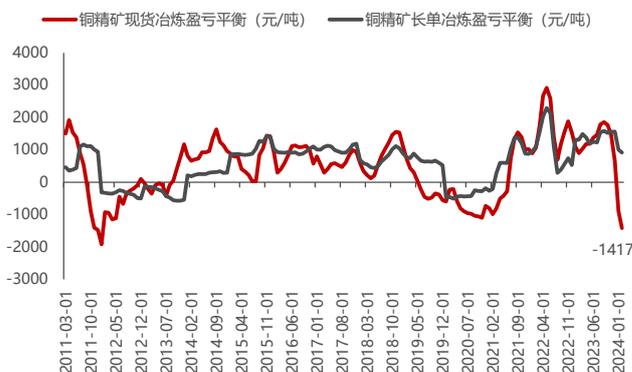
2024 年年初以来，国内铜冶炼厂冶炼加工费快速下滑。截至 2024 年 3 月 15 日，SMM 进口铜精矿指数（周）报 13.25 美元/吨，环比前一周下降 2.04 美元/吨。根据 SMM 新闻，本周内有冶炼厂以 10 美元低位的价格采购 1 万吨 Cerro Verde 铜精矿，装期为 4 月份；有冶炼厂以 70 美元低位的价格向贸易商采购 1 万吨的 Collahuasi 铜精矿，装期为 4 月份（Collahuasi 铜精矿砷含量高）。有冶炼厂收到贸易商 3-4 月份装期的 Constancia 铜精矿 10000 吨，报盘价格为 10 美元低位；有贸易商对冶炼厂报 4 月份装期的 Cerro Verde 铜精矿，加工费为 10 美元低位。因此实际的现货冶炼加工费已经低至 10 美元/吨，该价格创下了 2010 年 6 月以来的新低，目前的冶炼厂已经处于普遍亏损状态。

图1：冶炼加工费跌至 2010 年 6 月以来新低



资料来源：SMM，民生证券研究院

图2：2 月铜精矿现货冶炼亏损已经达到 1417 元/吨

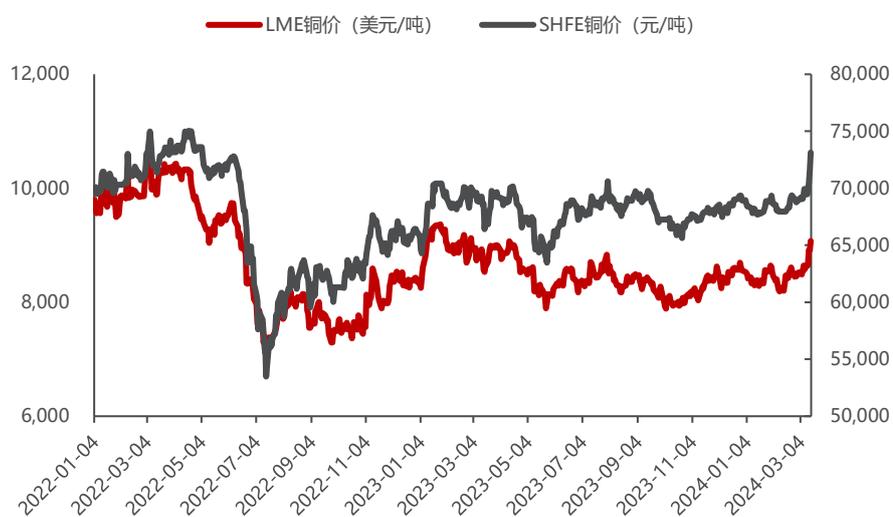


资料来源：SMM，民生证券研究院

**冶炼盈利下滑严重，相关企业计划联合减产。**针对冶炼加工费快速下滑的问题，中国有色金属工业协会于 3 月 13 日在北京召开“铜冶炼企业座谈会”，会议期间与会领导就继续推进铜原料结构调整、冶炼厂生产节奏和提高铜冶炼准入门槛及严控铜冶炼产能扩张方面达成一致，会上各个与会企业都对减产表达了决心。

**受到减产消息刺激，LME 铜价和 SHFE 铜价均在周三突破此前横盘阻力位。**截至 2024 年 3 月 15 日，LME 铜价涨至 9074 美元/吨，SHFE 铜价涨至 73290 元/吨。

图3：LME 铜价和 SHFE 铜价均在冶炼厂停产消息后大幅上涨



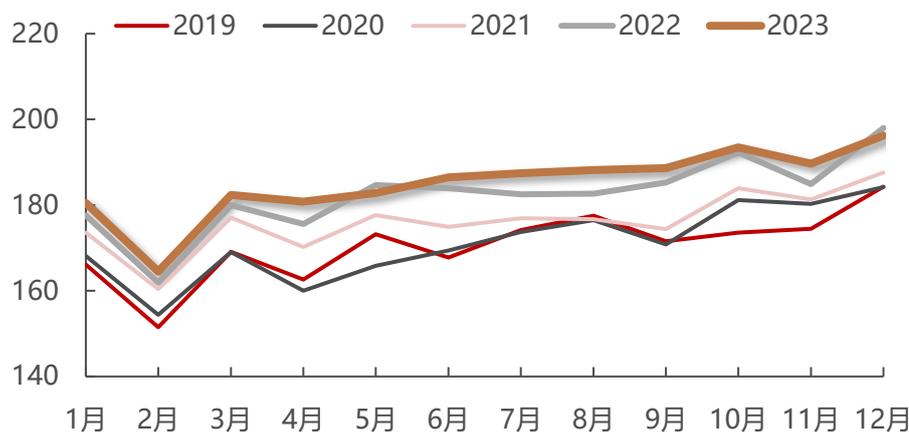
资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 2 点评：矿端紧张往冶炼端的传导，铜价涨势可期

### 2.1 冶炼端减产本质是矿端紧张往冶炼端的传导

2023 年初时市场对今年的供给增量较为乐观，主要是考虑到 23 年的新增产能较大，而疫情的影响正逐渐减小，但铜矿实际的供应大幅不及预期。这背后除了长期因素的影响外，还存在一些短期的扰动，比如智利干旱、刚果金的运输电力困难等。由于 2023 年实际产量严重低于年初预期，根据 ICSG 数据，2023 年度全球矿山铜产量为 2221.1 万吨，同比增加 1.4%，增量仅 32 万吨，供给端增量十分有限，低基数下 2024 年增量较之前预测有所提升。综合考虑以上因素，如果单纯考虑新增量，我们预计 2024-2026 年矿产铜新增产量为 105/77/35 万吨。

图4：2023 年全球矿产铜产量同比增长 1.4%（单位：万吨）



资料来源：ICSG，民生证券研究院

表1：2024-2026 年新增铜矿产量

矿山	所在地	公司	矿山总产量			矿山新增量		
			2024	2025	2026	2024E	2025E	2026E
Bor	塞尔维亚	紫金矿业	12	12	14	2	0	2
Kamoa-Kakula	刚果金	紫金矿业&艾芬豪	45	57	60	5	12	3
巨龙	中国	紫金矿业	16	25	35	1.5	9	10
TFM	刚果金	洛阳钼业	42	45	45	11	3	0
KFM	刚果金	洛阳钼业	15	15	15	7	0	0
玉龙	中国	西部矿业	16	16	16	3	0	0
Lonshi	刚果金	金诚信	3	4	4	2.5	1	0
米拉多铜矿二期	厄瓜多尔	铜陵有色	0	5	12	0	5	7
Las Bambas	秘鲁	五矿资源	35	40	40	5	5	0
Kinsevere	刚果金	五矿资源	5	8	8	1	3	0
Palabora Copper	南非	河钢资源	5	6	8	2	1	2

QB2	智利	泰克资源	29	29	29	20	0	0
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	23	28	33	11	5	5
Udokan	俄罗斯	Udokan Copper LLC	10	15	15	5	5	0
Almalyk	乌兹别克 斯坦	Almalyk Mining and Metallurgical Combine	9	12	12	9	3	0
Chuquicamata 地下矿	智利	智利国家铜业	23.5	29	34.5	5.5	5.5	5.5
Escondida	智利	必和必拓 BHP	113	125	125	2	12	0
Spence	智利	必和必拓 BHP	23	25	25	1	2	0
Grasberg	印尼	自由港	76	79	79	3	3	0
Salobo	巴西	淡水河谷	35	38	38	0	3	0
Mantoverde	智利	Capstone	12	12	12	6	0	0
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	3	3	3	2	0	0
Toromocho	秘鲁	中国铝业集团	30	30	30	0	0	0
Quellaveco	秘鲁	英美资源	31	31	31	0	0	0
<b>总计 (万吨)</b>			<b>647</b>	<b>724</b>	<b>759</b>	<b>105</b>	<b>77</b>	<b>35</b>

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

注：包括部分自产铜矿生产的湿法冶炼产阴极铜

然而 2023 年 12 月以来，连续多起矿山减停产事件使得 2024 年预期增量大幅减少，且更多的减量主要集中在矿山端。由于矿山铜精矿供应受到较多扰动，冶炼厂议价能力相对减弱，冶炼加工费连续下滑，但同期的铜价走势则呈现区间震荡，并未有显著上涨出现。核心原因是减产集中在矿山端，传导到金属端需要一定的时间，本次冶炼厂联合减产即为矿山端的短缺向金属端的传导落地，因此铜价应声而涨。相关的减产事件梳理如下：

① **第一量子在巴拿马的旗舰矿山 Cobre Panama 的停产是 2024-2025 年的最大铜供给变量。**2023 年 10 月 20 日，巴拿马总统批准 406 号法律，标志着 Cobre Panama 特许权合同完成法律框架，但随后巴拿马全国爆发大规模示威游行，发起包含该矿运营破坏自然环境、对现任政府及决策透明度等的抗议，并要求废除 406 号法律。11 月底，巴拿马最高法院宣布 406 号法违宪，同时第一量子宣布矿山因缺乏物资停产，目前第一量子已向国际仲裁法院提起仲裁。Cobre Panama 2019-2022 年铜产量分别为 14.7/20.6/33.1/35 万金属吨。我们预计国际仲裁短期难以解决该铜矿的法律框架问题，该矿山或将至少关闭到 2024 年 5 月巴拿马总统选举之后，考虑到矿业法更改和矿山复产还需要时间，预计 2024 年全年 Cobre Panama 复产可能性很小。

**表2: Cobre Panama 矿山的发展历史**

时间	事件
1996年2月	项目公司 Minera Panamá, S.A. (MPSA) 与政府就该矿首次签署采矿特许权合同 (Concession Contract)
1997年2月	国民议会根据合同法第 9 号批准该合同
2013年4月	第一量子收购因美特矿业公司 (Inmet Mining Corporation), 因此获得 MPSA 80%的权益, 其旗下资产为 Cobre Panama 铜矿
2017年11月	第一量子将其 MPSA 的权益增至 90%
2017年	巴拿马最高法院判决合同法第 9 号违宪
2018年9月25日	第一量子表示, 此裁决只影响第 9 号法律的颁布, 而不影响合同本身, 该合同仍然有效, 因此允许该矿继续开发。此后应巴拿马政府要求, MPSA 进入重新谈判采矿特许权合同条款的程序。 <b>此期间该矿在法律不确定状态下照常运营。</b>
2019年	Cobre Panama 铜矿投产, 当年产量达到 14.7 万吨铜金属
2023 年年初	由于政府和第一量子就税收和特许权使用费陷入合同纠纷, 政府阻止 CP 矿产出的铜精矿出口, 并下令该矿停止开采。
2023年3月	MPSA 与巴拿马政府就新的特许协议合同达成一致。该合同的初始期限为 20 年, 并允许 MPSA 选择再延长 20 年。该合同要求 MPSA 缴纳税款和特许权使用费 1) 截至 22 年末产生的 3.95 亿美元; 2) 23 年起每年缴纳至少 3.75 亿美元, 其中特许权使用费提高至毛利的 12-16%。随后该矿运营恢复正常。
2023年10月20日	巴拿马国民议会通过 1100 号法案, 该法案是批准 CP 铜矿特许权合同的提案。随后, 总统批准 1100 号法案成为 406 号法律。406 号法律的颁布标志着 CP 铜矿特许权合同完成法律框架。 <b>随后巴拿马全国爆发大规模示威游行, 发起包含该矿运营破坏自然环境、对现任政府及决策透明度等的抗议, 并要求废除 406 号法律。</b>
2023年11月13日	在抗议活动下, 巴拿马港口受到持续的非法封锁, 阻断 CP 铜矿发电厂的供应, MPSA 开始减少矿石处理量。
2023年11月16日	第一量子按照合同义务, 缴纳了 2021 年 12 月至 2023 年 10 月期间产生的 5.67 亿美元税款和特许权使用费。
2023年11月28日	<b>巴拿马最高法院宣布 406 号法违宪。</b> 第一量子正在审查该裁决, 并继续保留其在巴拿马发展的所有当地和国际法律权利。 <b>并宣布 CP 铜矿由于缺少生产必需物资已停产。</b> 根据巴拿马总统评论, 在公报公布裁决后, 就会开始循序渐进地关停该铜矿。
2023年12月1日	第一量子发布声明: 暂停发布 Cobre Panama 铜矿 23 年产量指引。公司已于 11 月 14 日向巴拿马工商部提交了一份意向通知, 要求根据《加拿大巴拿马自由贸易协定》提起仲裁, 以行使其在国际法下的权利。且 MPSA 已于 11 月 29 日 <b>向国际仲裁法院 (ICC) 提起仲裁</b> , 以保护其在新签订的采矿特许权合同下的权利。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

- ② **英美资源大幅下调 2024 年产量预测。**2023 年 10 月 24 日, 英美资源将 2024 年的铜产量指引从 91-100 万吨下调至 73-79 万吨, 其中智利和秘鲁铜矿指引分别下调约 13 万吨和 6.5 万吨, 而 2025 年铜产量指引调降至 69-75 万吨。英美资源旗下秘鲁 Quellaveco 矿山地质问题, 以及其位于智利 Los Bronces 铜矿的加工厂检修, 将导致铜矿产量出现较为明显的回落。
- ③ **淡水河谷第二大铜矿 Sossego 被暂停运营, 2023 年产量为 6.68 万吨。**巴西矿业巨头淡水河谷 (Vale) 2024 年 2 月 21 日表示, 已收到环境部长 Para 的

一封来信,通知暂停其 Sossego 铜矿的经营许可证。该公司在一份文件中表示,正在评估必要措施,以重新确立该矿经营许可证的完全有效性。Sossego 铜矿是淡水河谷产量第二大铜矿,仅次于同样位于帕拉州的 Salobo 铜矿。

- ④ **智利国家铜业旗下 31.5 万吨 Tomic 铜矿因罢工而停产。**一名工人在智利国家铜业 (Codelco) 旗下智利 Radomiro Tomic 铜矿的一次生产事故中死亡,目前发生事故的矿区已暂停活动。该矿工人封锁了通往矿区的入口道路,并完全停止了生产,并表示将举行无限期的罢工。工会声称,这次罢工的目的是让人们注意到生产中存在的“安全和缺乏设备维护”的问题。2020 年 12 月,Codelco 与 Tomic 铜矿的一家工会达成薪资协议,为期 36 个月,2023 年底该薪资协议已经过期,因此罢工也可能有工会薪资诉求的考虑。Radomiro Tomic 铜产量为 31.5 万吨。

## 2.2 冶炼端减产对供给影响有多大?

目前铜冶炼厂减产多以停产检修为由,SMM 预计影响二季度供给约 21.1 万吨。根据 SMM 统计,预计 2023 年停产检修影响精炼铜产量合计 34.9 万吨,停产检修结束时间在二季度的厂商合计影响精炼铜产量 21.1 万吨,供给端影响 1% 不到。考虑到后续或有铜冶炼厂商主动减产以支撑冶炼加工费回升,实际减产效果或仍需跟踪。

表3: 截至 2024 年 3 月 9 日,铜冶炼厂停产检修情况汇总

公司名称	粗炼产能(万吨)	精炼产能(万吨)	开始时间	结束时间	检修环节	备注	预估影响精炼铜产量(万吨)
葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司	10	15	2024 年 1 月 25 日	2024 年 2 月 12 日	粗炼	18 天	1.5
广西南国铜业有限责任公司(一期)	30	30	2023 年 11 月	不详	粗炼		
赤峰富邦铜业有限责任公司	6	0	2024 年 3 月 31 日	2024 年 6 月 30 日	粗炼	90 天	0
青海铜业责任有限公司	10	15	2024 年 4 月	2024 年 5 月	粗炼	30 天	1
阳新弘盛铜业有限公司	40	40	2024 年 4 月初	2024 年 5 月初	粗炼	30 天	2.5
中原黄金冶炼厂	35	40	2024 年 3 月 20 日	2024 年 4 月 25 日	粗炼	35-40 天	2
五矿铜业(湖南)有限公司	10	10	2024 年 4 月中	2024 年 5 月中	粗炼	30 天	1.2
营口盛海化工有限公司	10	0	2024 年 4 月	2024 年 5 月	粗炼	25 天	0
恒邦股份	10	15	2024 年 4 月 1 日	2024 年 5 月 1 日	粗炼	30 天	0.5
阜新博发铜业有限公司	10	0	2024 年 4 月底	2024 年 5 月底	粗炼	30 天	0
铜陵有色金属集团股份有限公司 金冠铜业分公司(双闪)	48	40	2024 年 5 月	2024 年 5 月	粗炼	25-30 天	2.5

阳谷建发铜业有限公司	40	50	2024年5月1日	2024年6月1日	粗炼	50-55天	4
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15 (新线)	20 (新线)	2024年5月下旬	2024年7月1日	粗炼	55天	2.5
山东中金岭南铜业有限责任公司(三厂)	25	40	2024年5月中旬	2024年6月中旬	粗炼	30天	1
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2024年5月1日	2024年6月1日	粗炼	45天	1.2
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2024年5月底	2024年6月下旬	粗炼	20-25天	2
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2024年6月	2024年6月	粗炼	20天左右	0.7
包头华鼎铜业发展有限公司	20	3	2024年6月1日	2024年6月1日	粗炼	25天	0
楚雄滇中有色金属有限责任公司	15	0	2024年7月上旬	2024年8月1日	粗炼	25天左右	0
赤峰云铜有色金属有限公司	40	40	2024年7月	2024年8月	粗炼	轮休	3.5
飞尚铜业有限公司	10	0	2024年9月1日	2024年9月1日	粗炼	5-10天	0
江铜国兴(烟台)铜业有限公司	24	24	2024年9月	2024年10月	粗炼	45天	2.2
豫光金铅	10	15	2024年10月1日	2024年10月	粗炼	20天	1
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15 (老线)	15 (老线)	2024年10月底	2024年11月1日	粗炼	35天	0.8
中条山有色金属集团有限公司(垣曲)	13	13	2024年10月1日	2024年11月1日	粗炼	30天	0.8
江西铜业(本部)	55	100	2024年10月底	2024年11月	粗炼	35天	0
紫金铜业有限公司	25	40	2024年11月1日	2024年11月1日	粗炼	15天	0.5
恒邦股份	10	10	2024年10月	2024年11月	粗炼	30天	0.5
中铜东南铜业有限公司	40	40	2024年12月	2025年1月	粗炼	45天	3
昆鹏铜业有限责任公司	10	0	2024年12月1日	2025年1月中	粗炼	30天	0
<b>合计</b>							<b>34.9</b>

资料来源: SMM, 民生证券研究院

## 2.3 复盘历史, 冶炼加工费触底反弹后铜价表现如何?

复盘历史来看, 冶炼加工费触底反弹后铜价均上涨。2008年以来铜冶炼加工费曾经三次触底, 分别实在2010年6月, 2011年12月和2021年3月底, 加工费最低位分别为8.66/26.66/28.4美元/吨, 均为冶炼厂普遍亏损的价格。以三次时间节点为行情起始日期, 三轮冶炼加工费的反弹过程中, 冶炼加工费相比于行

情起始阶段分别上涨 978%、69%、22%，同期的铜价分别上涨 65.74%、21.07%、20.63%，对应的行情天数分别为 252/56/42 天。当天初始冶炼加工费越低时，表明当时的冶炼端议价能力非常弱，意味着矿端相对更加紧张，目前的冶炼加工费位置接近第一轮行情的历史最低点，向上的弹性较大，预计行情持续时间将会较长。

**表4：历史上冶炼加工费触底反弹后每次都会带来一波铜价上涨行情**

项目	第一轮行情	第二轮行情	第三轮行情
开始日期	2010年6月7日	2011年12月15日	2021年3月30日
初始冶炼加工费 TC (美元/吨)	8.66	26.66	28.4
初始铜价 (美元/吨)	6131	7219	8751
结束日期 (以铜价阶段高点为结束信号)	2011年2月14日	2012年2月9日	2021年5月11日
结束冶炼加工费 TC (美元/吨)	93.35	45.01	34.73
结束铜价 (美元/吨)	10162	8740	10556
冶炼加工费涨幅	978%	69%	22%
铜价涨幅	65.74%	21.07%	20.63%
行情时间 (天数)	252	56	42
期间铜价最大回撤	-11.67%	-4.60%	-3.34%

资料来源：ifind, SMM, 民生证券研究院

### 3 投资建议

考虑到冶炼加工费底部反转在即，铜矿端供给紧张格局将向冶炼端传导，供给约束下需求仍有持续增长，铜价上行趋势明确，推荐铜行业相关公司。重点推荐有增量的矿山端铜标的：洛阳钼业，紫金矿业，金诚信，西部矿业，中国有色矿业，五矿资源。冶炼端公司或也将受益于冶炼加工费回升，建议关注：铜陵有色，江西铜业，云南铜业。

表5：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			评级	
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E		2025E
603993.SH	洛阳钼业	7.82	0.28	0.27	0.51	0.52	28	29	15	15	推荐
601899.SH	紫金矿业	15.78	0.76	0.84	0.93	1.14	21	19	17	14	推荐
603979.SH	金诚信	51.28	1.02	1.68	2.75	3.53	50	31	19	15	推荐
601168.SH	西部矿业	18.55	1.45	1.17	1.45	1.51	13	16	13	12	推荐
000630.SZ	铜陵有色*	3.95	0.26	0.29	0.33	0.40	15	14	12	10	/
600362.SH	江西铜业	23.01	1.73	1.79	1.81	1.84	13	13	13	13	谨慎推荐
000878.SZ	云南铜业	13.23	1.03	1.00	1.07	1.10	13	13	12	12	推荐
1258.HK	中国有色矿业	6.13	0.49	0.70	0.73	0.78	12	9	8	8	推荐
1208.HK	五矿资源	2.95	0.14	0.01	0.05	0.24	21	395	66	13	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注 1：西部矿业和五矿资源 2023 年为实际值，其他均为预测值，股价为 2024 年 3 月 18 日收盘价；标\*为未覆盖公司，数据采用 wind 一致预期

注 2：中国有色矿业和五矿资源股价和 EPS 均已换算为人民币元，换算关系为：1 美元=7.1983 人民币元，1 港币元=0.9205 人民币元

## 4 风险提示

**1) 需求不及预期的风险。**铜价受多方面因素影响，尽管供给端约束较强，但是若下游需求接受度较弱，铜价上涨动力或将受阻，对相关公司盈利产生不利影响。

**2) 美联储降息不及预期的风险。**铜具备较强的金融属性，若美联储降息不及预期，铜价很难共振突破前期压力位，价格上涨幅度或会被削弱，影响相关公司盈利的快速增长。

**3) 项目进展不及预期风险。**目前各个公司的盈利预测基于其产量的指引以及对铜价的假设，其产量指引与扩产项目进度息息相关，若扩产项目进度不及预期，则会影响各个公司的盈利能力。

## 插图目录

图 1: 冶炼加工费跌至 2010 年 6 月以来新低 .....	3
图 2: 2 月铜精矿现货冶炼亏损已经达到 1417 元/吨 .....	3
图 3: LME 铜价和 SHFE 铜价均在冶炼厂停产消息后大幅上涨 .....	4
图 4: 2023 年全球矿产铜产量同比增长 1.4% (单位: 万吨) .....	5

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 2024-2026 年新增铜矿产量 .....	5
表 2: Cobre Panama 矿山的发展历史 .....	7
表 3: 截至 2024 年 3 月 9 日, 铜冶炼厂停产检修情况汇总 .....	8
表 4: 历史上冶炼加工费触底反弹后每次都会带来一波铜价上涨行情 .....	10
表 5: 重点公司盈利预测、估值与评级 .....	11

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026