

2024 年 03 月 22 日

有色金属

SDIC

行业分析

证券研究报告

铜矿冶减停产频发，供应逻辑强势兑现

■ **宏观：**政府工作报告释放积极宏观信号，以旧换新有望提振铜消费

《2024 年政府工作报告》释放积极宏观信号。《报告》提及今年发展预期目标 2024 年国内生产总值增长 5% 左右；积极的财政政策适度加力、提质增效，今年发行 1 万亿特别国债；稳健的货币政策灵活适度、精准有效；增强宏观政策取向一致性。《报告》着力扩大国内需求，支持保障性住房建设和城中村改造。绿色低碳发展趋势下，光伏风电、电网储能等新能源行业需求增速仍然可观。

以旧换新提振消费，汽车、家电等行业需求空间广阔。国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。发输配电设备的更新技改、基础设施设备更新、汽车和家电的以旧换新，将有望带动铜相关终端需求上升。一季度受益于内外需求强势，空调排产增速强劲，对铜需求形成支撑。

■ **铜矿端：**减停产频发，供给端硬约束凸显

铜矿企减停产频发，供给扰动不断。2023 年全球核心铜矿企业产量大多不及年初指引。2023-2025 年全球铜矿投产项目增量逐步收窄。我们现预计 2024 年和 2025 年，铜矿产量增量分别为 46.8 万吨和 39.5 万吨，较年度策略预测分别下降 15.9 万吨、上升 5.3 万吨，合计下调 10.6 万吨。下调项主要包括淡水河谷 Sossego 暂停经营(2024 年-3.4 万吨)，智利国家铜业 Tomic 工人罢工(2024 年-11.5 万吨)，以及对其他铜矿产量的修正更新(约 1 万吨)。长期来看，绿地、棕地项目的高开发成本将为铜价提供坚实支撑。

■ **冶炼端：**低 TC 下，冶炼端面临减量

铜冶炼 TC 降至历史低点，是反映铜矿端紧张的重要信号。截至 2024 年 3 月 15 日，进口铜精矿 TC 已跌至 13.3 美元/吨，相比 2023 年底的 62.55 美元/吨，下跌 78.8%。

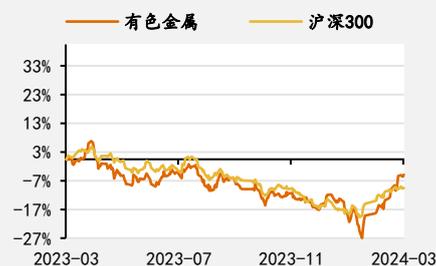
铜冶炼企业座谈会释放调整冶炼生产节奏信号。3 月 13 日，中国有色金属工业协会在北京组织召开铜冶炼企业座谈会，与会企业就调整现有生产线检修计划及压减生产负荷、新建产能推迟投运以及推迟达产达标时间等方面达成一致。

二季度冶炼厂进入密集检修期，电解铜产量面临收缩。据 SMM 统计，4-6 月冶炼厂检修分别涉及粗炼产能 121, 184, 156 万吨。铜节后累

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价(元) 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.7	6.4	4.7
绝对收益	15.3	13.9	-5.4

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinj1@essence.com.cn

洪璐 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524010005

honglu1@essence.com.cn

周古玥 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123050031

zhougy@essence.com.cn

相关报告

资源为王：全球锂矿 23 年四季	2024-03-14
季报更新	
美元指数下行利好金属价格，金价创新高配置价值凸显	2024-03-10
复工缓慢工业金属偏弱震荡，供应扰动能源金属价格反弹	2024-03-03
铜精矿供给扰动增加，关注节后下游需求复苏	2024-02-25
2024 年春节假期有色金属市场回顾	2024-02-17

库，主要受需求复苏缓慢、电解铜进口入库增加影响，未来等待炼厂检修及需求回暖，有望重返去库。

目 看好铜价中枢上移，关注铜板块标的

国内宏观支持延续，以旧换新提振铜终端消费。铜矿端减停产频发，供给端硬约束凸显。低 TC 下冶炼端即将迎来减量，炼厂检修亦将影响电解铜产量节奏。铜价中枢有望持续上移，推荐铜板块，建议关注：金诚信、西部矿业、洛阳钼业、藏格矿业、河钢资源、江西铜业、铜陵有色、云南铜业等。

目 风险提示：需求不及预期；铜价大幅波动；供应超预期恢复。



目 录

1. 宏观：政府工作报告释放积极宏观信号，以旧换新有望提振铜消费	5
1.1. 政府工作报告释放积极宏观信号	5
1.2. 以旧换新提振消费，铜需求有望受益	5
2. 铜矿端：减停产频发，供给端硬约束凸显	6
3. 冶炼端：低 TC 下，冶炼端面临减量	8
4. 全球主要铜矿企 2023 年四季度运营情况	10
4.1. 力拓	10
4.2. 必和必拓	11
4.3. 自由港	11
4.4. 嘉能可	12
4.5. 第一量子	12
4.6. 英美资源	13
4.7. 南方铜业	13
5. 投资建议	14
6. 风险提示	14

目 录

图 1. 23、24 年空调内销&出口排产对比	6
图 2. 家用空调排产计划（单位：万台）	6
图 3. 进口铜精矿 TC（美元/吨）	9
图 4. 铜精矿冶炼盈亏（元/吨）	9
图 5. SMM 中国铜冶炼厂开工率	9
图 6. 中国电解铜产量（吨）	9
图 7. 全球铜显性库存	10
图 8. 电解铜制杆开工率（%）	10
图 9. 冶炼企业库存天数	10
图 10. 内外盘铜价	10
图 11. 力拓铜产量与同比	10
图 12. 力拓铜单位成本与同比	10
图 13. 必和必拓铜产量与同比	11
图 14. 必和必拓铜单位成本与同比	11
图 15. 自由港铜产量与同比	12
图 16. 自由港铜单位成本与同比	12
图 17. 嘉能可铜产量与同比	12
图 18. 嘉能可铜单位成本与同比	12
图 19. 第一量子铜产量与同比	13
图 20. 第一量子铜单位成本与同比	13
图 21. 英美资源铜产量与同比	13
图 22. 英美资源铜单位成本与同比	13
图 23. 南方铜业铜产量与同比	14
图 24. 南方铜业铜单位成本与同比	14
表 1：2024 年政府工作报告相关政策内容	5
表 2：以旧换新行动方案相关政策内容	6

表 3: 2022 年以来主要铜矿减停产事件 (更新至 2024 年 3 月)	7
表 4: 全球核心矿企 23 年指引完成情况及 24 年指引 (万吨)	7
表 5: 全球重点铜矿产量增长情况预测 (更新至 2024 年 3 月)	8
表 6: 铜板块关注标的	14

1. 宏观：政府工作报告释放积极宏观信号，以旧换新有望提振铜消费

1.1. 政府工作报告释放积极宏观信号

2024 年目标 GDP 增速 5%左右，整体来看政策支持仍然积极。2024 年 3 月 5 日十四届全国人大二次会议开幕并发布《2024 年政府工作报告》（简称《报告》），提及包括：

-今年发展主要预期目标：2024 年国内生产总值增长 5%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，单位国内生产总值能耗降低 2.5%左右等。

-财政政策：积极的财政政策要适度加力、提质增效，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元等。

-货币政策：稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配等。

行业来看，着力扩大国内需求是政府工作任务的重要内容，家电、汽车有望受益。《报告》支持保障性住房建设和城中村改造，地产和基建类需求有望维持平稳发展。绿色低碳发展趋势下，光伏风电、电网储能等新能源行业需求增速仍然可观。

表1：2024 年政府工作报告相关政策内容

分类	项目	主要内容
宏观	发展目标	2024 年国内生产总值增长 5%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，单位国内生产总值能耗降低 2.5%左右。
	财政政策	积极的财政政策要适度加力、提质增效，赤字率拟按 3%安排，赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。
	货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配等。
	政策方向	增强宏观政策取向一致性。围绕发展大局，加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。
行业	汽车&家电	稳定和扩大传统消费，鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费
	地产&基建	加强城镇老旧小区改造和保障性住房供给，推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造。
	新能源	推进产业结构、能源结构、交通运输结构、城乡建设发展绿色转型”，“加强大型风电光伏基地和外送通道建设，推动分布式能源开发利用，提高电网对清洁能源的接纳、配置和调控能力，发展新型储能”。

资料来源：国务院，国投证券研究中心整理

1.2. 以旧换新提振消费，铜需求有望受益

以旧换新提振消费，汽车、家电等行业需求空间广阔。2024 年 3 月 13 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，国家将重点实施设备更新、消费品以旧换新行动。发输配电设备的更新技改、基础设施设备更新、汽车和家电的以旧换新，将有望带动铜相关终端需求上升。

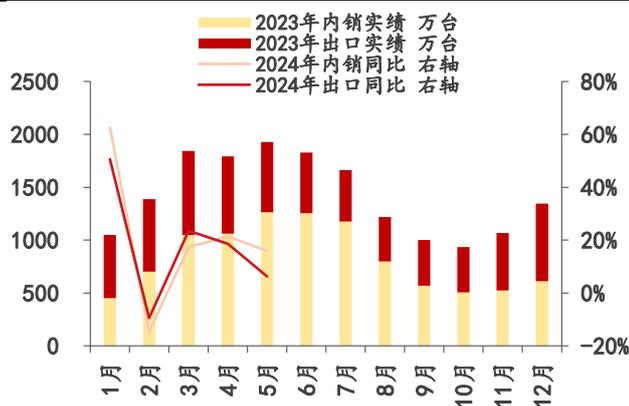
表2：以旧换新行动方案相关政策内容

类型	行业	主要内容
设备更新	重点行业设备	大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造；加快推广能效达到先进水平 and 节能水平的用能设备，分行业分领域实施节能降碳改造；推广应用智能制造设备和软件，加快工业互联网建设和普及应用，培育数字经济赋能智能新模式；严格落实能耗、排放、安全等强制性标准和设备淘汰目录要求，依法依规淘汰不达标设备。
	建筑和基础设施	围绕建设新型城镇化，结合推进城市更新、老旧小区改造，以住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、环卫、城市生命线工程、安防等为重点，分类推进更新改造；以外墙保温、门窗、供热装置等为重点，推进存量建筑节能改造。
消费品以旧换新	汽车	开展汽车以旧换新。加大政策支持力度，畅通流通堵点，促进汽车梯次消费、更新消费。组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，并引导行业有序竞争。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设。
	家电	开展家电产品以旧换新。以提升便利性为核心，畅通家电更新消费链条。支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。加快实施家电售后服务提升行动。

资料来源：国务院，国投证券研究中心整理

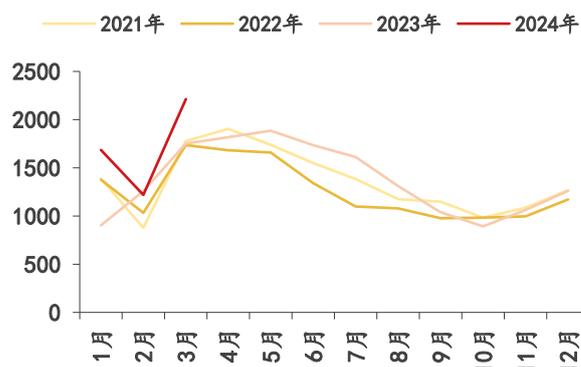
就家电消费而言，一季度受益于内外需求强势，空调排产增速强劲，将对铜需求形成支撑。据产业在线3月排产数据，2024年3月家用空调排产2213万台，较去年同期实绩增长25.2%，预计4、5月排产分别较去年同期实绩增长19.0%、13.7%，维持强势增长。内销方面，据产业在线，3月家用空调排产1230万台，较去年同期实绩增长17.3%，预计4、5月内销排产分别较去年同期实绩增长21.4%、15.9%。在生产旺季，企业保持紧张的备货节奏，另外排产高增也受到了新品发布和以旧换新等支持政策的带动。出口方面，据产业在线，3月家用空调排产983万台，较去年同期实绩增长23.5%，预计4、5月出口排产分别较去年同期实绩增长18.6%、6.2%，在去年低基数下，海外补库需求推动空调出口保持高增速。铜管被用于空调蒸发器、冷凝器、内外机连接管等处，据smm，2023年家电用铜需求约占用铜需求总量的13.8%。空调排产数据的高增预期，将抬升铜管企业开工率，对原料的需求也将上升。

图1.23、24年空调内销&出口排产对比



资料来源：产业在线，国投证券研究中心

图2. 家用空调排产计划 (单位: 万台)



资料来源：ifind，国投证券研究中心

2. 铜矿端：减停产频发，供给端硬约束凸显

铜矿企减停产频发，供给扰动不断。品位下降、极端天气、政策及社区问题、水资源稀缺等是铜矿生产不及预期的主要影响因素，预计在未来依然会对相关区域的在产铜矿的生产带来扰动。扰动率提升的本质是资本开支不足下企业维护性资本支出不足，在极端天气和地缘摩擦下事故率提高。

2023年12月，第一量子旗下巴拿马铜矿 Cobre Panama 关闭，巴拿马总统宣布，在最高法院裁决后关闭该矿。该矿山年产量35万吨，占全球铜总供应量的1.5%，是中国市场精矿的主要供应商。据mining.com, 2月，第一量子表示正就矿山关闭通过国际仲裁向巴拿马寻求200

亿美元赔偿，并宣布了一系列资本重组措施。3月，第一量子一度向公众开放巴拿马矿场，以获得下一届政府对该铜矿的支持，但被巴拿马政府叫停。5月巴拿马将举行总统选举，该矿山前景目前看仍颇具争议，或面临持续停产风险。

2024年2月，伦丁矿业位于葡萄牙的 Neves Corvo 铜锌矿，因员工意外坠亡导致暂时停产，该矿山2023年铜精矿年产量3.38万吨。

2024年2月，淡水河谷旗下第二大铜矿 Sossego 铜矿，收到巴西环境部长 Para 暂停经营许可证的通知信函，该矿山2023年全年铜精矿产量6.68万吨。

2024年3月，智利国家铜业旗下 Radomiro Tomic 铜矿因一名工人因事故死亡，工会工人封锁了该铜矿并无限期罢工，生产活动完全停止，该矿山2022年铜精矿年产量30.1万吨，2023年1-9月产量为23.9万吨。

表3：2022年以来主要铜矿减停产事件（更新至2024年3月）

公司	铜矿项目	年产量 万吨	国家	时间	事件类型	具体事件	产量影响
第一量子	sentinel	23	赞比亚	2022年一 季度	恶劣天气	一季度雨季延长导致地面潮湿，限制了废料剥离工作，并延误了高品位矿石的开采。	2022Q1生产5.25万吨，比上一季度生产减少7722吨。该矿山2021年年产量23万吨。
五矿资源	Las bambas	29	秘鲁	2022年4 月-2022 年6月	社区抗议	由于年初秘鲁全国范围内的抗议活动持续，因环境及待遇问题，社区抗议人员进入矿山导致停产超过50天。	2022年Las Bambas年度铜产量为25.5万吨，较2021年的29万吨减少约3.5万吨。
自由港	Grasberg	71	印度尼西亚	2023年 2月	恶劣天气	2023年2月严重大雨导致山体滑坡，破坏选矿厂附近的基础设施，停产时间约2周，3月恢复正常生产。	23Q2公司印度尼西亚公司的铜销量为1.98亿磅(合9.0万吨)，较22Q2的3.79亿磅(合17.2万吨)下降8.2万吨。
第一量子	sentinel	24	赞比亚	2023年 一 季度	恶劣天气	一季度雨季影响，导致第一阶段矿坑积水，影响于2023年5月中旬消除，2023年6月采矿量有所改善。	2023Q1生产3.62万吨，比上一季度产量低3.7万吨。该矿山2022年年产量24万吨。
第一量子	Cobre Panama	35	巴拿马	2023年 12月	铜矿关闭	巴拿马总统宣布，在最高法院裁决后关闭该矿。若公司能重新谈判新条款，5月大选后可能重新开放。	该矿山年产量35万吨，是中国市场精矿主要供应商，占全球铜总供应量的1.5%。
伦丁矿业	Neves Corvo	3.38	葡萄牙	2024年 2月	运营事故	因一名员工在该矿山操作地下设备时，发生坠落事故不幸身亡，矿山运营暂时停止。	2023年年产量3.38万吨，因事故暂停运营，或较快恢复运营。
淡水河谷	Sossego	6.68	巴西	2024年2 月	环境保护	公司收到巴西环境部长Para暂停其Sossego铜矿的经营许可证的通知信函。	淡水河谷第二大铜矿，年产能9.3万吨铜精矿，2023年全年铜精矿产量为6.68万吨
智利国家铜业	Tomic	31.5	智利	2024年3 月	事故&罢工	因一名工人因事故死亡，工会工人封锁Radomiro Tomic铜矿，无限期罢工，并完全停止生产。	2022年该矿山年产量30.1万吨，目前处在无限期罢工中。

资料来源：公司公告，SMM，miningweekly，国投证券研究中心

据公司公告，2023年全球核心铜矿企业产量大多不及年初指引。8家样本企业仅有必和必拓、嘉能可和诺里尔斯克镍兑现其2023年产业指引，总体兑现程度较低。此外，据各公司公告，2023-2025年全球铜矿投产项目较多，但增量逐步收窄。

表4：全球核心矿企23年指引完成情况及24年指引（万吨）

矿企	2023年产量	2023年指引（年初）	是否完成	2024年前期指引	2024年指引	变动情况
自由港	185.3	190.5	否	-	186	/
必和必拓	171.7	163.5-182.5	是	172-191	172-191	无变化
嘉能可	101	101.0-107.0	是	-	95-101	/
力拓	62	65-71	否	-	66-72	/
第一量子	70.8	77-84	否	76.5-83.5	37-42	下调
英美资源	82.6	84-93	否	91-100	73-79	下调
诺里尔斯克镍	42.5	41.7-44.1	是	-	39.8-42.2	/
南方铜业	91.1	92.6	否	-	93.6	/

注：自由港为销量数据；BHP为澳洲财年数据

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

矿端扰动紧缺加剧，铜矿产量增量面临下修。我们在年度策略和河钢资源深度报告中，分别根据公司公告和矿山最新情况，梳理了未来铜矿产量增量。我们现预计 2024 年和 2025 年，铜矿产量增量分别为 46.8 万吨和 39.5 万吨，较年度策略预测分别下降 15.9 万吨、上升 5.3 万吨，合计下调 10.6 万吨，下调项主要包括淡水河谷 Sossego 暂停经营(2024 年-3.4 万吨)，智利国家铜业 Tomic 工人罢工(2024 年-11.5 万吨)，以及对其他铜矿产量的修正更新(约 1 万吨)。

长期来看，铜供给不足也是影响基本面的核心矛盾，绿地、棕地项目的高开发成本将为铜价提供坚实支撑。据 BHP 2024 年 2 月下旬发布的《经济和大宗商品市场展望》，若假设需求合理上行，2023-2030 年全球铜供应需要实现 1000 万吨的增量，才能满足市场需求的增长，其中 700 万吨用于满足需求的增长，300 万吨用于抵消现有矿区产量的预期下降。未来铜价在边际上，将大大受到成熟矿区低品位棕地项目扩张、高风险&新兴矿区的高品位绿地项目的影响。铜当前面临着矿端品位下降、开发难度增大的问题，这些新项目往往具备着生产成本高、生产难度大投产周期长的特点，将从供给端给予铜价更强的支撑。

表5：全球重点铜矿产量增长情况预测（更新至 2024 年 3 月）

公司	国家	项目	铜矿产量预测 (万吨)			
			2022	2023E	2024E	2025E
泰克资源 Teck	智利	Quebrada Blanca	0.96	6.28	25.25	29.5
紫金矿业	刚果金	Kamoa-Kakula	33.3	39.355	46.5	50
五矿资源	秘鲁	Las Bambas	25.48	30.2	30	30
自由港 Freeport	印度尼西亚	PT Freeport Indonesia	71.09	75.29	78.92	82.92
洛阳钼业	刚果金	KFM	0	8	15	15
淡水河谷 vale	巴西	Salobo	12.78	18.04	19.46	19.46
淡水河谷 vale	巴西	Sossego	4.32	6.68	3.3	5
中铝集团	秘鲁	Toromocho	24.47	25.2	27.17	27.63
必和必拓 BHP	智利	Escondida	102.03	107.25	113	113
奥克泰迪 Ok Tedi	巴布亚新几内亚	Ok Tedi	10.3	11.43	12.97	13.88
紫金矿业	中国	Qulong	11.5	15.4	16.7	16.7
第一量子 First Quantum	巴拿马	Cobre Panama	35.04	33.08	20	25
智利国家铜业 code lco	智利	Salvador	1.99	2.99	4.49	4.49
Capstone	智利	Mantoverde	2.58	3.54	3.8	6
必和必拓 BHP	智利	Spence	24.78	24.4	23	23
诺里尔斯克镍业 Norilsk Nickel	俄罗斯	Norilsk Nickel	43.3	42.9	42.9	42.9
第一量子 First Quantum	赞比亚	Kansanshi	14.6	13.5	14	15
智利国家铜业 Code lco	智利	Chuquicamata	22.85	19.6	24	24
力拓 Rio Tinto	蒙古	Oyu Tolgoi	13	17	25	35
洛阳钼业	刚果金	TFM	25	31	45	45
紫金矿业	塞尔维亚	Timok	11.5	12	12	12
英美资源 Anglo American	秘鲁	Quellaveco	10.23	33	30	30
英美资源 Anglo American	智利	Los Bronces	27.09	25	23	22
智利国家铜业 Code lco	智利	Andina	17.7	19.2	16.1	18.6
智利国家铜业 Code lco	智利	Tomic	30.5	31.5	20	25
金诚信	刚果金	Lonshi	0.0	0.4	4.0	4.0
金诚信	赞比亚	Lubambe	1.8	1.9	2.0	2.0
西部矿业	中国	玉龙铜矿	13.2	11.6	15.0	15.0
合计同比增加 (万吨)				74.4	46.8	39.5

资料来源：公司公告，国投证券研究中心预测整理

3. 冶炼端：低 TC 下，冶炼端面临减量

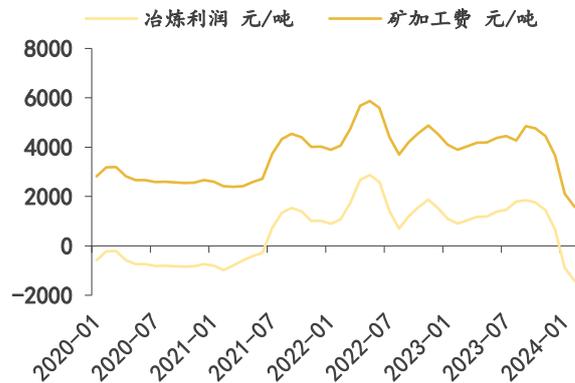
铜冶炼 TC 降至历史低点，是反映铜矿端紧张的重要信号。截至 2024 年 3 月 15 日，进口铜精矿 TC 已跌至 13.3 美元/吨，相比 2023 年底的 62.55 美元/吨，已下跌 78.8%。据 SMM，铜精矿冶炼利润自 2024 年 1 月已转负，2 月单吨冶炼亏损 1417 元/吨。铜精矿 TC 的下降，事实上从侧面反映了，冶炼厂在采购铜精矿时，铜精矿市场供给的紧张程度之高。

图3. 进口铜精矿 TC (美元/吨)



资料来源: SMM, 国投证券研究中心

图4. 铜精矿冶炼盈亏 (元/吨)

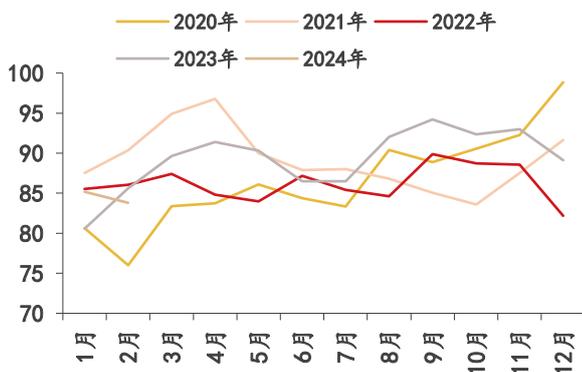


资料来源: SMM, 国投证券研究中心

铜冶炼企业座谈会释放调整冶炼生产节奏信号。据安泰科研究, 3月13日, 中国有色金属工业协会在北京组织召开了铜冶炼企业座谈会。国内 19 家铜冶炼企业主要负责人到会, 国家相关部委领导出席会议听取意见。1) 就继续推进铜原料结构调整达成共识。2) 就调整冶炼生产节奏达成一致, 提及针对当前矿山原料供应情况和市场变化, 为共同维护全球铜冶炼行业健康发展, 与会企业就调整现有生产线检修计划及压减生产负荷、新建产能推迟投运以及推迟达产达标时间等方面达成一致。3) 在提高准入门槛及严控铜冶炼产能扩张方面取得共识。

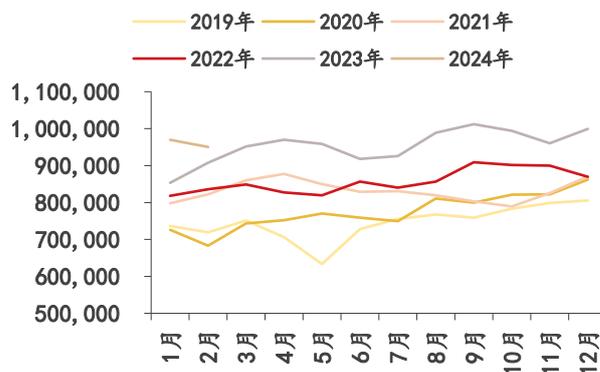
二季度冶炼厂进入密集检修期, 电解铜产量面临收缩。据 SMM 统计, 4 月预计有 7 家冶炼厂要检修, 涉及粗炼产能 121 万吨; 5 月预计有 8 家冶炼厂要检修, 涉及粗炼产能 184 万吨; 6 月预计有 8 家冶炼厂要检修, 涉及粗炼产能 156 万吨。

图5. SMM 中国铜冶炼厂开工率



资料来源: SMM, 国投证券研究中心

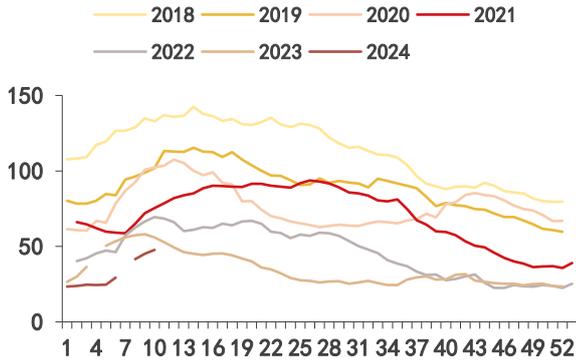
图6. 中国电解铜产量 (吨)



资料来源: SMM, 国投证券研究中心

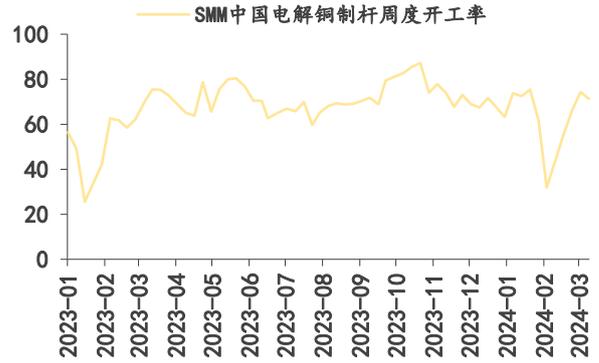
铜节后累库, 主要受需求复苏缓慢、电解铜进口入库增加影响, 未来等待炼厂检修及需求回暖重返去库。春节过后, 铜显性库存水平出现明显上升。截至 3 月 18 日, 据 SMM, 全国主流地区铜库存上升至 39.54 万吨, 为 5 年来最高水平。一方面, 淡季铜终端消费恢复节奏偏慢, 3.8-3.14 当周, 国内大中型铜杆开工率为 71.32%, 新增订单有限, 下游需求较为冷清。铜价的上涨进一步影响了下游订单及备货积极性。另一方面, 2 月冶炼企业电解铜库存天数达 3.2 天, 节后冶炼厂将较多电解铜发往仓库, 以及进口电解铜集中清关入库, 导致节后出现较大幅度累库。但随着未来冶炼厂步入检修供给收缩, 及消费的逐步释放, 我们认为铜库存有望回落。

图7. 全球铜显性库存



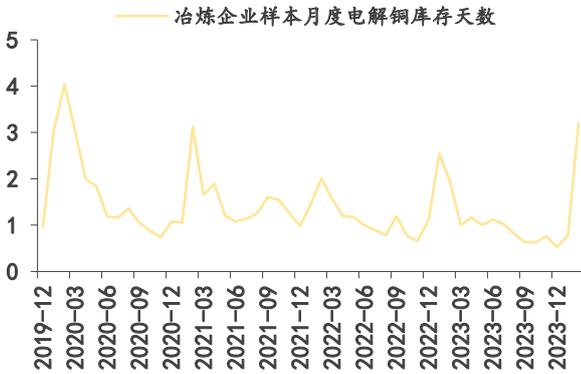
资料来源: SMM, Wind, 国投证券研究中心
注: 全球铜库存包括 SHFE、LME、COMEX 三大交易所库存

图8. 电解铜制杆开工率 (%)



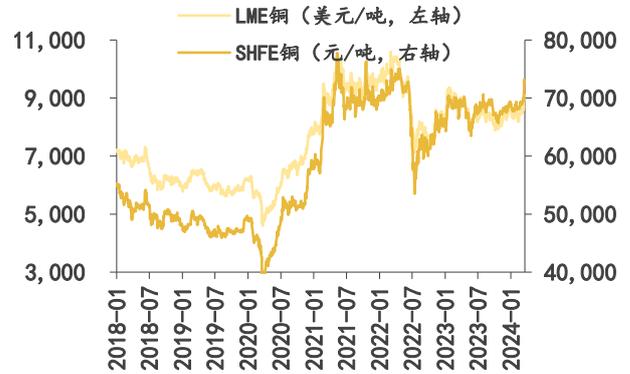
资料来源: SMM, 国投证券研究中心

图9. 冶炼企业库存天数



资料来源: SMM, 国投证券研究中心

图10. 内外盘铜价



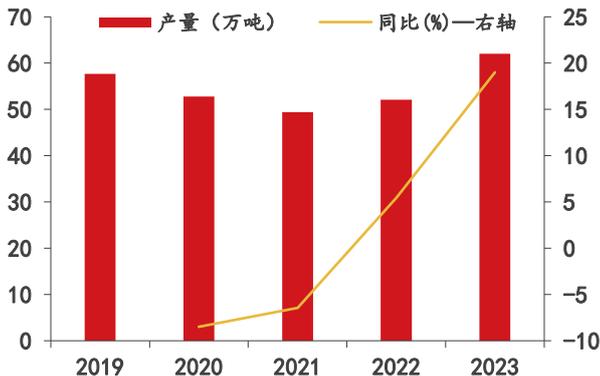
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

4. 全球主要铜矿企 2023 年四季度运营情况

4.1. 力拓

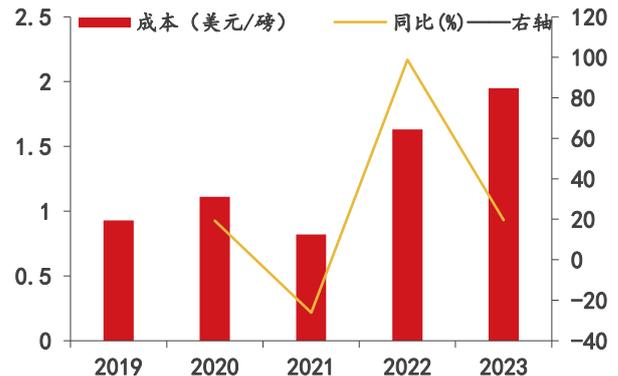
2023 年合并口径力拓铜矿全年产量 62 万吨，同比+2.14%，铜矿单位成本 1.95 美元/磅，同比+19.63%。23 年一季度 Oyu Tolgoi 地下矿首次实现可持续生产，抵消了 Kennecott 3 月输送机故障后面临的挑战，浓缩厂直到 23Q3 才恢复满负荷运转。未来增量: OyuTolgoi 地下矿为未来主要增量，其产量目标为 2028-2036 年平均年产 50 万吨铜，2023 年铜矿产量 33.08 万吨 (100%口径)。

图11. 力拓铜产量与同比



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

图12. 力拓铜单位成本与同比

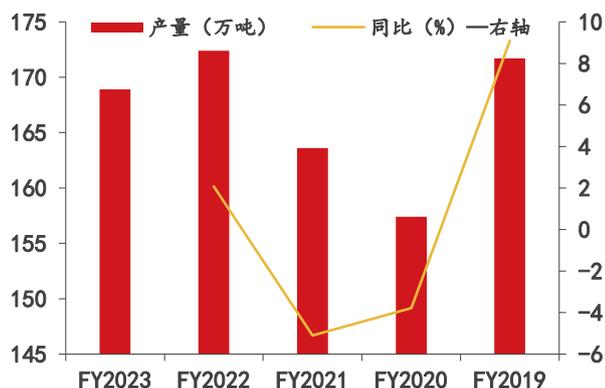


资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

4.2. 必和必拓

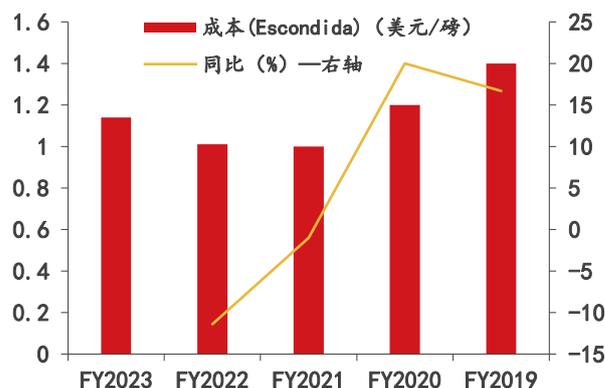
FY2023 年必和必拓 5 个在产铜矿全年铜产量为 171.7 万吨，同比+9.09%，主要原因在于 Copper South Australia 合并原 OZ Minerals 资产，且采矿品位有所提升。单位成本 (Escondida) 1.40 美元/磅，同比+16.67%。未来增量：1) 替换 Los Colorados 的新选矿厂，目前仍在研究阶段；2) 研究新的浸出技术，以提取更多的铜，并有可能降低水和能源消耗，减少或消除对尾矿坝的需求，并生产不需要精炼的阴极铜成品。

图13. 必和必拓铜产量与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图14. 必和必拓铜单位成本与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

4.3. 自由港

2023 年自由港铜产量 191.05 万吨，与 2022 年基本持平，同比+0.05%，销量 185.34 万吨，同比-3.01%。单位净现金成本 1.61 美元/磅，同比+7.33%。公司预计 2024 年铜销量约 186 万吨，铜产量将高于铜销量。

分地区来看，

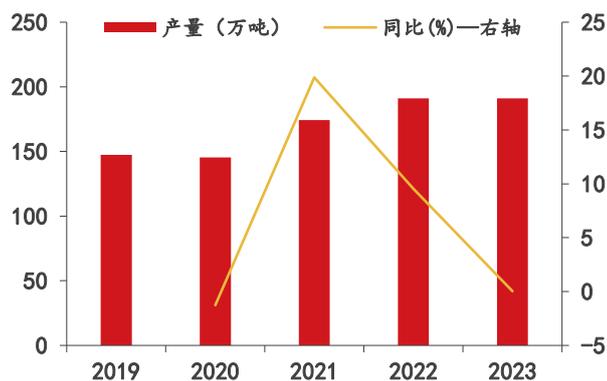
北美：1) 产量下滑。2023 年北美地区 7 座矿山产量为 61.2 万吨，同比-7.98%。主要原因在于矿石品位下降。2) 现金成本增加。2023 年全年平均现金成本 2.63 美元/磅，高于 2022 年 2.35 美元/磅。主要原因在于产量下降、劳动力成本的提高。

南美：1) 两座矿山产量稳中有增，主要原因在于采矿品位提升。2) 成本略有提升。23 年南美区单位净现金成本 2.38 美元/磅，同比+1.71%。主要原因在于维护和供应成本的增加以及处理费用的提高、钼副抵消减少。

印尼：1) 产量增加：2023 年全年产量为 75.3 万吨，同比+5.93%。主要由于采矿效率提升 2) 生产成本较低，全年现场成本为 1.62 美元/磅，同比+2.53%；单位净现金成本为 0.1 美元/磅，略高于 2022 年的 0.09 美元/磅。主要反映了更高的处理费用以及黄金、白银和其他副产品抵消的增加。

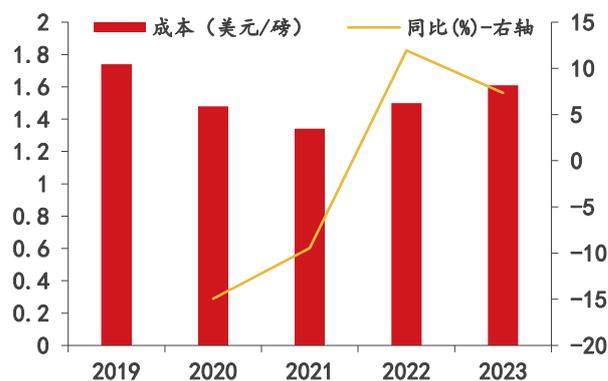
增量项目：1) Bagdad：剩余可采年限超过 80 年，公司计划将其选矿能力扩大 1 倍以上。公司在 2023 年末完成了技术研究，或可将日处理量从 7.7 万吨矿石提高到 16.5-18.5 万吨，预计每年增加约 2-2.5 亿磅（折 9.07-11.34 万吨）铜产量。项目需要 \$3.50/磅-\$4.00/磅的激励铜价，资本开支约 35 亿美元，预计需要 3-4 年才能完成。2) Safford：完成后可以实现每年从氧化矿石中生产 3 亿磅（折 13.6 万吨）铜，初始设计产能为每年 2 亿磅铜。近年来进行的积极勘探表明，未来有机会通过利用硫化矿扩大产量。3) Grasberg：2023 年 12 月完成了新磨矿设施的安装，还在推进一个磨矿回收项目，拟安装一个新的铜清洁回路，预计将于 2024H2 完成，每年增加约 6000 万磅（折 2.72 万吨）铜和 4 万盎司黄金。4) Kucing Liar 矿床的生产前开发活动于 2022 年开始，预计将持续大约 10 年的时间，设计处理量 9 万吨矿石/天，年产 5.6 亿磅（折 25.4 万吨）铜和 52 万盎司黄金。

图15. 自由港铜产量与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图16. 自由港铜单位成本与同比

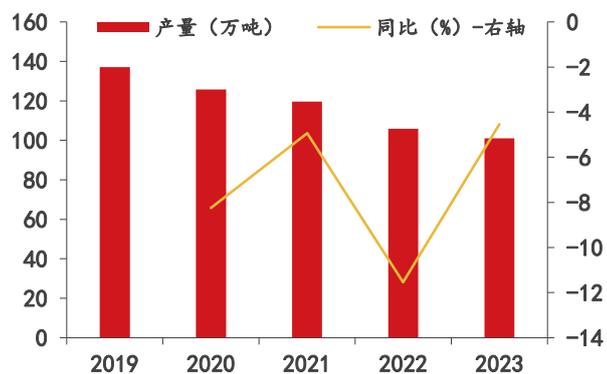


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

4.4. 嘉能可

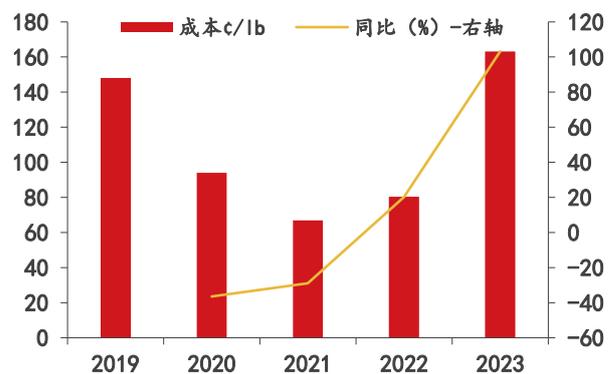
2023 年全年铜产量为 101.0 万吨, 低于此前的指引 101-107 万吨, 同比-4.54%, 其中 7 座核心铜矿山产量 88.99 万吨, 同比-14.3%, 副产物铜产量 12.01 万吨, 同比-14.3%, 核心铜矿山产量的减少主要原因在于 Cobar 铜矿于 2023 年 6 月被出售, 副产物铜产量减少是因为 Maleevsky 锌矿中的铜品位较低, 以及铜冶炼厂熔炉停工。单位成本 1.632 美元/磅, 同比+103.24%。

图17. 嘉能可铜产量与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图18. 嘉能可铜单位成本与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

4.5. 第一量子

2023 年全年第一量子铜产量 70.8 万吨, 同比-8.76%。主要由于 Cobre Panama 铜矿被关停以及 Kansanshi 和 Sentinel 的产量下滑。单位成本为 1.82 美元/磅, 同比+3.41%。

分矿山来看,

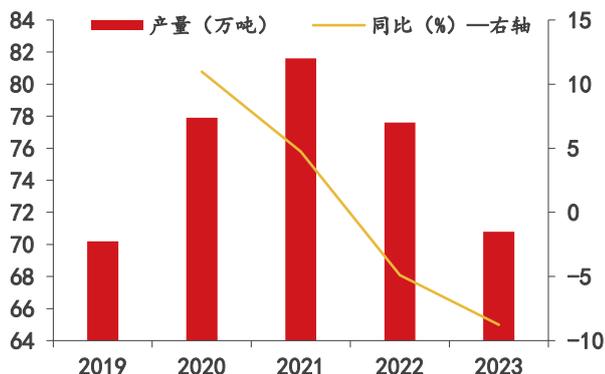
Cobre Panama: 在 2023 年 11 月关停前铜矿产量 33.1 万吨, 同比-5.59%, 巴拿马最高法院 11 月裁定, 第一量子的采矿合同违宪, 致使 Cobre Panama 铜矿停产。

Kansanshi: 2023 年铜矿产量 13.5 万吨, 同比-7.83%, 三条线路的吞吐量、品位和回收率都有所下降导致产量下滑。

Sentinel: 2023 年铜矿产量 21.4 万吨, 同比-11.72%, 铜矿在开采低位矿井时受到高硬度矿石影响导致产量下滑。

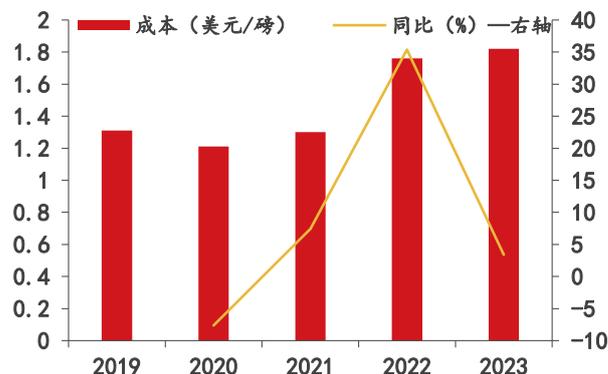
未来增量: 1) 老矿山扩产: Kansanshi 矿山铜产能正在做 S3 阶段扩建, 预计 2025H2 投产。2) 新矿山潜在增量: 全面投产后, 秘鲁绿地项目 Haqira 年产量有望达 20 万吨+; La Granja 是世界上最大的未开发铜资源之一, 2014 年公布的推断矿产资源量为 43.2 亿吨, 铜品位为 0.51%, 具有大幅扩张的潜力, 第一量子于 2023 年 8 月 25 日从力拓手中收购其 55% 的权益。

图19. 第一量子铜产量与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图20. 第一量子铜单位成本与同比



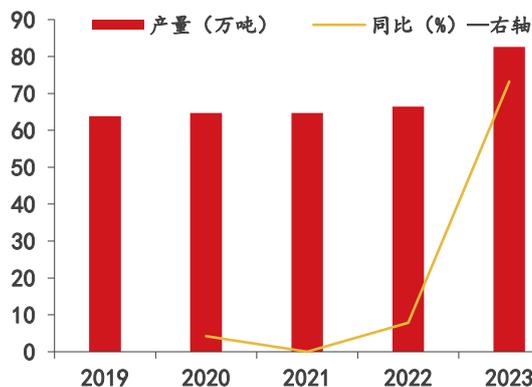
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

4.6. 英美资源

2023 年全年英美资源铜产量 82.6 万吨，同比+24%，增量主要来自秘鲁 Quellaveco，该矿山自 2022 年 7 月首次生产以来产量的逐步增加，并于 2023 年 6 月实现了商业生产，钼厂于 2023 年 4 月首次投产后，于 2023 年 11 月实现商业化生产，有助于提高金属回收率。而智利运营项目的产量同比减少了 10%，主要由于矿石品位较低和矿石硬度高，以及变电站火灾导致工厂设施供电中断所致。2023 年单位成本 1.66 美元/磅，同比+7.79%。

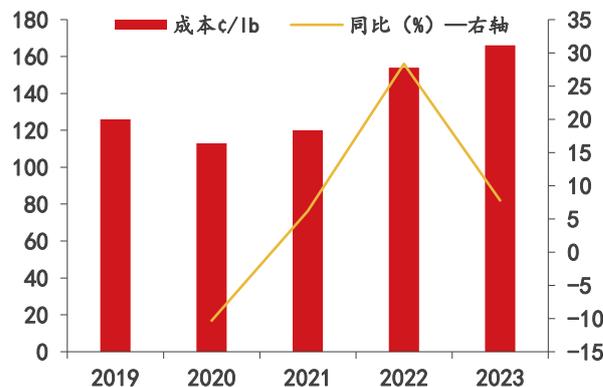
未来增量：Collahuasi 有良好的扩产前景：1) 5 号球磨机，将增加 1.5 万吨产能（2023 年 10 月末投产）；2) 去瓶颈项目，预计在 2025-2028 年实施，预计增加 1.5 万吨产能；3) 第四条处理线和其他潜在方案，预计可增加 15 万吨产能。

图21. 英美资源铜产量与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图22. 英美资源铜单位成本与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

4.7. 南方铜业

2023 年全年南方铜业铜产量 91.10 万吨，同比+1.8%。主要是由于 Toquepala、Cuacone(+6.4%；矿石品位较高)和 IMMISA(+4.7%；矿石品位较高)的产量水平上升。Buenavista 和 La Caridad 矿山的减产部分抵消了这一影响，这主要是由于矿石品位、矿物加工和回收率的下降。2023H2 未能成功获批一条 20km 长的输水管道的许可，导致 Buenavista 可用淡水减少，2024 年将寻求替代方案。2023 年全年单位现金成本为 1.03 美元/磅，同比+32.6%，主要是因为生产成本增加了 0.16 美元/磅，副产品抵扣减少了 0.08 美元/磅。

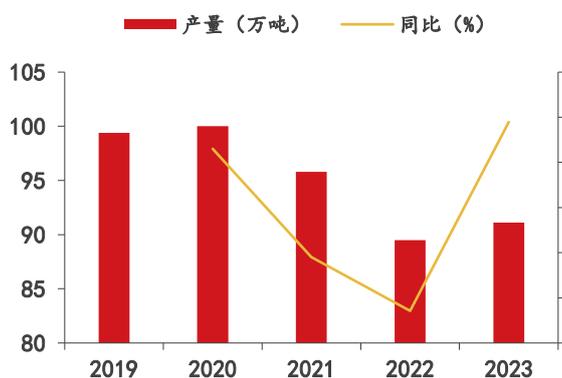
未来增量：

经董事会批准项目：1) Pilaes：距离 La Caridad 6 公里的露天矿，生产铜精矿产能 3.5 万吨/年，该项目将显著提高整体矿石品位；2) Buenavista：公司在该矿床内新建一座选矿厂，

产能每年为 10 万吨锌和 2 万吨铜，截至 23Q4 调试进度已达 99%，预计于 24Q1 开始产能提升，预计 24 年将生产 5.45 万吨锌和 1.19 万吨铜，在未来五年平均每年生产 9.02 万吨锌和 2.07 万吨铜；3) El Pilar: 为墨西哥的绿地项目，年生产能力为 3.6 万吨阴极铜；4) Tia Maria: 为秘鲁的绿地项目，年产能为 12 万吨阴极铜。

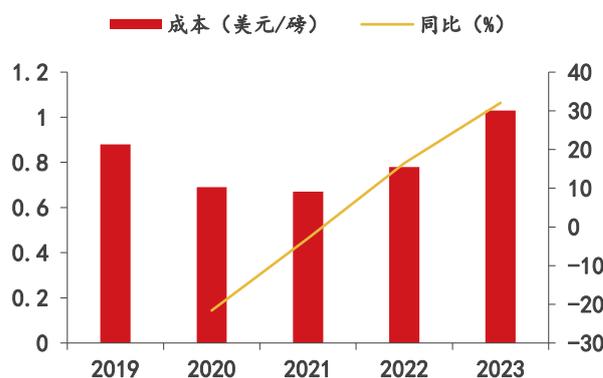
远期规划项目：1) Los Chancas: 该项目位于秘鲁 Apurimac，是一个铜钼斑岩矿床，目前预计探明铜矿产资源量为氧化物 9800 万吨，铜品位 0.45%；硫化物 5200 万吨，铜品位 0.59%。公司计划建立一个露天矿，每年生产 13 万吨铜和 7500 吨钼，预计 2030 年开始运营。2) Michiquillay: 该项目是世界级的采矿项目，目前推断矿产资源量为 22.88 亿吨，估计铜品位为 0.43%，铜产量为 22.5 万吨/年，预计 2032 年投产。

图23. 南方铜业铜产量与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图24. 南方铜业铜单位成本与同比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

5. 投资建议

国内宏观支持延续，以旧换新提振铜终端消费。铜矿端减产频发，供给端硬约束凸显。低TC下冶炼端即将迎来减量，炼厂检修亦将影响电解铜产量节奏。铜价中枢有望持续上移，推荐铜板块，建议关注：金诚信、西部矿业、洛阳钼业、藏格矿业、河钢资源、江西铜业、铜陵有色、云南铜业等。

表6: 铜板块关注标的

公司	总市值 亿元	股价	资源量 万吨	净利润 亿元				PE			
				22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E
金诚信	224.1	52.0	127.0	6.1	10.4	17.2	21.5	36.8	21.5	13.0	10.4
西部矿业	326.0	18.3	605.0	34.5	27.9	38.8	41.6	9.5	11.7	8.4	7.8
洛阳钼业	1064.8	7.7	3814.7	60.7	82.5	97.9	101.5	17.6	12.9	10.9	10.5
藏格矿业	391.0	31.4	1890	56.5	37.1	30.6	34.9	6.9	10.5	12.8	11.2
河钢资源	101.8	16.9	103.4	6.7	9.5	11.4	13.4	15.3	10.7	8.9	7.6
江西铜业	596.3	22.9	899.3	59.9	64.6	59.9	59.1	9.9	9.2	10.0	10.1
铜陵有色	374.9	3.9	1358.0	27.3	37.2	42.0	50.5	13.7	10.1	8.9	7.4
云南铜业	212.8	13.3	374.6	18.1	22.3	24.3	25.1	11.8	9.6	8.8	8.5

注：金诚信、西部矿业、洛阳钼业、藏格矿业、河钢资源盈利预测取自国投证券预测值，其余取自 Wind 一致预期，市值及股价取自 2024 年 3 月 19 日收盘价；藏格矿业资源量数据为巨龙铜矿资源量，藏格矿业持有巨龙铜业 30.78% 股份。

资料来源：Wind，国投证券研究中心

6. 风险提示

需求不及预期；铜价大幅波动；供应超预期恢复。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034