



买入（首次）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：19.22

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

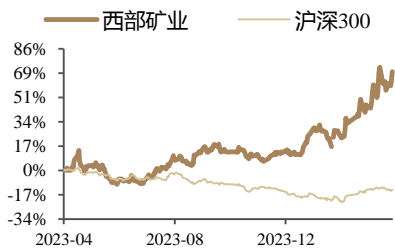
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.86	35.65	32.00
相对涨幅(%)	15.25	25.64	28.90

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

西部矿业 (601168.SH)：玉龙铜矿发力改扩建，西部矿业龙头腾飞

投资要点

- 西部矿业：西部地区矿企龙头。**公司是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商，主要从事铜、铅、锌、铁、镍、钒、钼等基本有色金属、黑色金属的采选冶、贸易等业务，以及黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售。截至2024年1月31日，西部矿业集团有限公司持有公司31.27%的股份，为公司控股股东，实控人为青海省国资委。截至2023年报，公司全资持有或控股并经营十五座矿山，其中，有色金属矿山6座、铁及铁多金属矿山8座、盐湖矿山1座，公司绝大部分收入来自铜类产品（铜精矿、电解铜等），2023年占营收比重达到66.6%；贡献56.2%的毛利。
- 铜：金融属性和商品属性将迎共振。金融属性强：铜价仍存进一步修复的动能。**铜价与中美欧M2增速均值具有正相关性，21世纪初至2022年4月，中美欧M2增速均值大多时间维持在8%以上；而2022年4月以来跟随美国加息进程的演绎，M2一路回落至2023年8月的1.44%，为21世纪以来最低点。随着加息进程结束，M2有望触底回升带动铜价上涨。铜价进一步修复的动能仍存。**商品属性提供弹性：供需仍维持紧平衡。**据ICSG测算，2010年以来精炼铜均处于供不应求的状态，2023全球精铜缺口达8.7万吨。此外，库存仍处于五年低位，支撑铜价；成本端，据百川盈孚数据，2020年中开始，电解铜成本进入上行趋势，主要原因有矿山品位逐年下降，开采深度增加；人工成本上涨；受环保因素影响，污染物治理费用以及环保设备投资增加。上述因素推高铜成本从而对价格形成支撑。
- 玉龙铜矿技改落地，铜产量进一步攀升。**玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿，属特大型斑岩和接触交代混合型铜矿床，同时伴生钼矿，公司持有其58%股权。玉龙铜矿改扩建工程总投资达106亿元，建设内容主要包括90万吨/年选矿工程和1800万吨/年采选工程。玉龙铜矿项目共分两期，一期于2016年完工，已实现湿法及浮选采选能力230万吨/年，铜金属产能约3万吨；二期改扩建工程2019年4月全面启动建设，2022年达产。2023年3月，玉龙铜矿再次启动改扩建项目，建设内容主要有拆除一、二选厂老系统，就地新建选矿智能生产系统，新建矿山破碎站、矿石胶带运输通廊等，建成投产后每年将增加450万吨处理量。2023年11月8日，玉龙铜矿改扩建项目正式投产，一二选厂矿石处理量将提升至450万吨/年，玉龙铜矿一二三选厂矿石处理量由1989万吨/年提升至2280万吨/年，矿产铜将由12万吨增加至15万吨。
- 盈利预测。**产量方面，玉龙铜矿改扩建项目正式投产，矿产铜有望由12万吨增加至15万吨。结合其他矿山产量，我们预计2024年-2026年公司铜产量分别为15.9/17.0/17.0万吨。价格方面，2023年长江有色金属网披露的中国1#铜价格均值为67159元/吨，我们预计2024-2026年铜价受益于加息周期结束，平均价维持在7.2万元/吨。根据上述量价预测，我们预计公司2024-2026年实现营收分别为475.5/490.6/491.5亿元；实现归母净利润34.9/36.6/38.1亿元，同比增速分别为25.1%、5.0%、4.0%，实现EPS分别为1.46/1.54/1.60元。截至2024年4月1日收盘，公司市值对应2024-2026年PE分别为13.03x、12.42x、11.93x，2024年PE略低于可比公司均值，首次覆盖给予“买入”评级。

- 风险提示：**新项目爬产能力不及预期；事故影响矿山生产；金属价格大幅下降。

股票数据

总股本(百万股):	2,383.00
流通 A 股(百万股):	2,383.00
52 周内股价区间(元):	10.26-19.67
总市值(百万元):	45,801.26
总资产(百万元):	52,066.71
每股净资产(元):	6.41

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,238	42,748	47,545	49,062	49,149
(+/-)YOY(%)	4.5%	6.2%	11.2%	3.2%	0.2%
净利润(百万元)	3,417	2,789	3,489	3,662	3,810
(+/-)YOY(%)	16.6%	-18.4%	25.1%	5.0%	4.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.43	1.17	1.46	1.54	1.60
毛利率(%)	19.1%	18.0%	18.2%	18.9%	19.2%
净资产收益率(%)	21.1%	18.3%	19.1%	17.1%	15.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 西部矿业：西部地区矿企龙头	7
1.1. 发轫青海，布局西部	7
1.2. 背靠国资，稳健发展	8
1.3. 经营矿山达十四座，铜产品贡献毛利过半	8
2. 铜：金融属性和商品属性将迎共振	10
2.1. 金融属性强：铜价仍存进一步修复的动能	10
2.2. 商品属性提供弹性：供需仍维持紧平衡	11
2.2.1. 供给：全球铜精矿供给维持低速增长	11
2.2.2. 需求：电力、新能源领域用铜表现较好	14
2.2.3. 库存：仍处于五年内低位，支撑铜价	17
2.2.4. 成本：矿山铜成本走高，对铜价形成支撑	18
3. 矿产丰富，冶炼产业同步发展	18
3.1. 矿山：全资持有或控股并经营十五座矿山	18
3.2. 冶炼：做精冶炼，优势明显	20
3.3. 盐湖化工：积极投身盐湖资源有效开发利用	21
4. 重要矿山梳理	22
4.1. 铜：玉龙铜矿技改落地，铜产量进一步攀升	22
4.2. 铅锌：稳定运行，回收率同比增长	23
4.3. 铁及其他金属矿山：双利铁矿扩建持续推进	25
5. 盈利预测	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司主要业务分布图	7
图 2: 公司历史沿革	8
图 3: 公司股权结构	8
图 4: 公司营业收入占比	9
图 5: 公司毛利占比	9
图 6: 营业收入及同比增速	9
图 7: 归母净利及同比增速	9
图 8: 费用及总费用率	10
图 9: 毛利率和净利率	10
图 10: 1990 年以来 LME 铜现货结算价以及加息降息周期	10
图 11: 中美日三国 PMI 及 LME 铜价	11
图 12: 中美欧 M2 增速均值及 COMEX 铜价	11
图 13: 2022 年全球铜矿储量结构	11
图 14: 2022 年全球铜矿产量结构	11
图 15: 全球铜储量及增速	12
图 16: 以 5 年为一个时间段计算出全球铜储量的 CAGR	12
图 17: 全球矿山产能及增速	12
图 18: 全球矿山产量及增速	12
图 19: 全球矿山产能利用率	12
图 20: 全球前五大铜企产量 (万吨)	12
图 21: 全球原生铜和再生铜产量及增速	13
图 22: 全球精炼铜产量及增速	13
图 23: 全球精炼铜产能及增速	13
图 24: 全球精炼铜产能利用率	13
图 25: 2023 年我国终端行业耗铜量 1536 吨, 同比增速 5.5%	14
图 26: 2023 年铜的终端需求结构 (万吨)	14
图 27: 电源工程投资完成额累计值及累计同比增速	14
图 28: 电网工程投资完成额累计值及累计同比增速	14
图 29: 中国汽车累计产量及同比增速	15
图 30: 中国汽车累计销量及同比增速	15
图 31: 中国新能源汽车累计产量及同比增速	15
图 32: 中国新能源汽车累计销量及同比增速	15

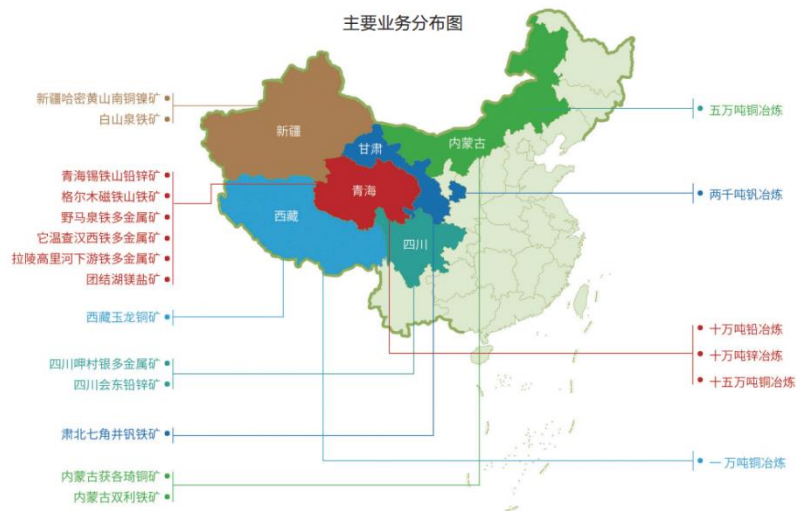
图 33: 中国家用空调累计产量及增速.....	16
图 34: 中国家用空调累计销量及增速.....	16
图 35: 中国冰箱累计产量及增速.....	16
图 36: 中国洗衣机累计产量及增速.....	16
图 37: 中国房地产累计开发投资额及增速.....	16
图 38: 中国房地产累计新开工面积及增速.....	16
图 39: 上海期货交易所阴极铜库存 (吨)	17
图 40: LME 铜全球库存 (吨)	17
图 41: COMEX 铜库存 (短吨)	18
图 42: 铜价和电解铜成本.....	18
图 43: 西藏玉龙铜矿工场图	22
图 44: 玉龙铜业营收和净利	22
图 45: 内蒙古获各琦铜矿位置示意图.....	23
图 46: 西部铜业营收和净利	23
图 47: 公司铜精矿产销量.....	23
图 48: 锡铁山围岩类型与矿体空间结构联合剖面.....	24
图 49: 锡铁山铅锌矿床主矿带矿体三维空间特征图.....	24
图 50: 公司铅精矿产销量.....	24
图 51: 公司锌精矿产销量.....	24
图 52: 公司铁精粉产销量.....	25
图 53: 公司球团产销量.....	25
图 54: 公司金、银产量.....	26
表 1: 公司主要参控股公司	9
表 2: ICSG 公布 2005-2023 年精炼铜的供需平衡	13
表 3: 中国终端行业耗铜量预测	17
表 4: 截至 2023 年报, 公司保有资源储量 (万吨)	19
表 5: 各矿山设计产量 (以采矿权证载能力为依据)	19
表 6: 主要产品生产情况.....	20
表 7: 冶炼企业主要产品一览表	20
表 8: 东台锂资源公司采矿权信息.....	21
表 9: 公司主要铜矿 2023 年资源储量及品位	23
表 10: 公司主要铅锌矿 2023 年资源储量及品位.....	24

表 11: 公司主要铁矿 2023 年资源储量及品位	25
表 12: 公司其他金属矿 2023 年资源储量及品位	25
表 13: 各金属价格预测	26
表 14: 公司部分产品产量预测	26
表 15: 可比公司估值表	27

1. 西部矿业：西部地区矿企龙头

公司是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商，主要从事铜、铅、锌、铁、镍、钒、钼等基本有色金属、黑色金属的采选冶、贸易等业务，以及黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售。

图 1：公司主要业务分布图



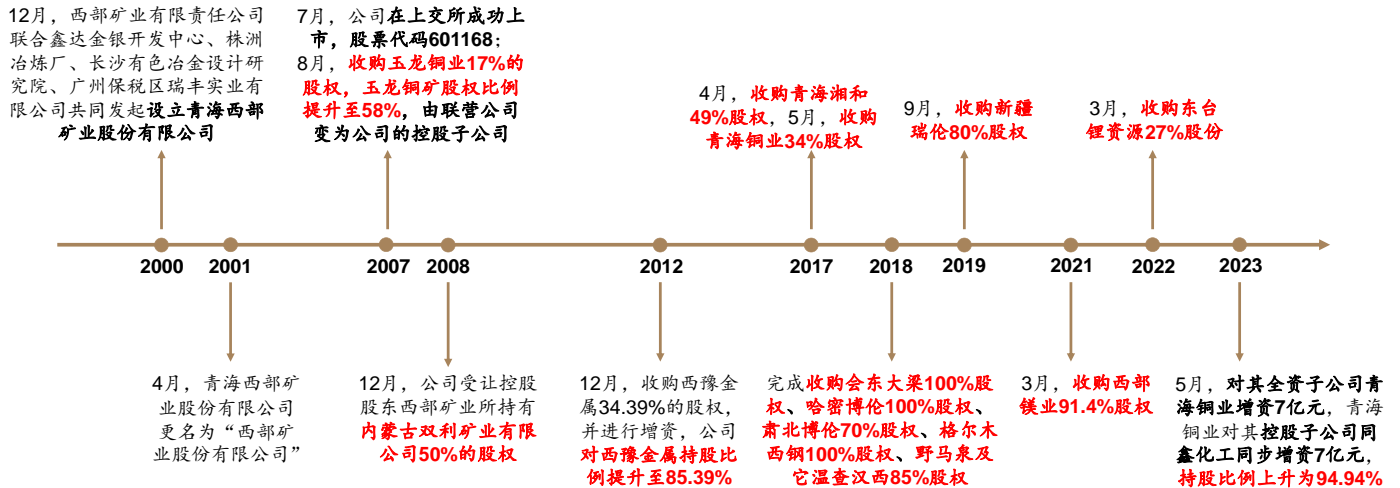
资料来源：公司官网，德邦研究所

1.1. 发轫青海，布局西部

2001年4月，青海西部矿业股份有限公司正式更名为“西部矿业股份有限公司”。2007年7月，公司在上交所成功上市。2007年以来，公司确定了“立足青海、巩固四川、发展内蒙、挺进西藏”的发展思路，在锡铁山找到新矿藏的同时，收购内蒙古获各琦铜矿，获得四川呷村银多金属矿、西藏玉龙铜矿等多个矿山的探采权，提出了以“矿山为主，多种经营，综合发展”的资源开发战略，引领公司向多个地区挺进，成为青海省率先走出去的企业之一。

2007年8月，收购玉龙铜业17%的股权，持股比例提升至58%；2008年12月，受让西部矿业集团所持内蒙古双利矿业有限公司50%的股权；2009年4月，收购中间沟-断层沟探矿权；2012年12月，收购西豫金属34.39%的股权，持股比例提升至85.39%；2017年4月和5月，分别收购青海湘和49%股权及青海铜业34%股权；2018年完成了对会东大梁、哈密博伦、肃北博伦、格尔木西钢、野马泉及它温查汉西股权的收购；2019年9月，收购新疆瑞伦80%股权；2021年3月，收购西部镁业91.4%股权；2022年3月，收购东台锂资源27%股份；2023年5月，对全资子公司青海铜业增资7亿元，青海铜业对其控股子公司同鑫化工同步增资7亿元，持股比例上升为94.94%。

图 2：公司历史沿革

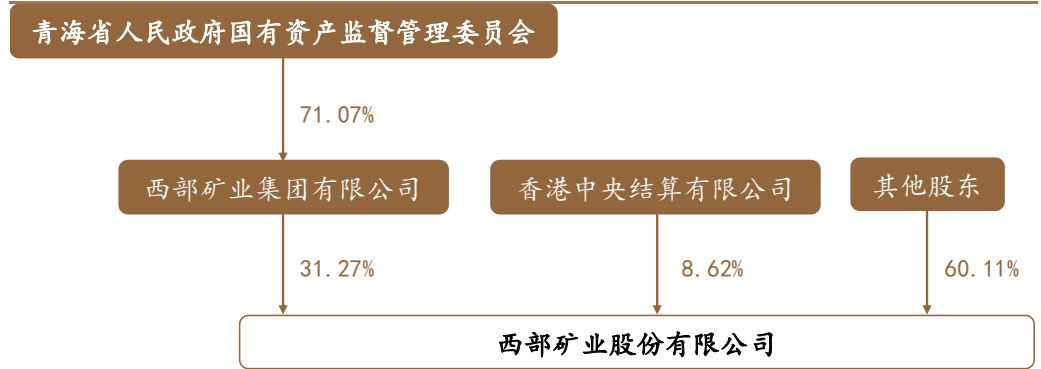


资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

1.2. 背靠国资，稳健发展

公司的实控人为青海省人民政府国有资产监督管理委员会，控股股东为西部矿业股份有限公司。截至 2023 年报，青海省国资委持有西部矿业集团有限公司 71.07% 的股份。截至 2024 年 1 月 31 日，西部矿业集团有限公司持有公司 31.27% 的股份。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，德邦研究所，控股股东持股比例截至 2024 年 1 月 31 日，股权穿透截至 2023 年报

1.3. 经营矿山达十四座，铜产品贡献毛利过半

截至 2023 年报，公司全资持有或控股并经营十五座矿山，其中，有色金属矿山 6 座、铁及铁多金属矿山 8 座、盐湖矿山 1 座。公司主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团等。公司大宗原料的供应采取长单合同与短单合同相结合的方式锁定规模和基价；产品以自营形式组织生产；销售模式为直销。除生产、销售自营产品外，还进行铜、铅、锌、铝、镍等有色金属贸易及期货套期保值业务。

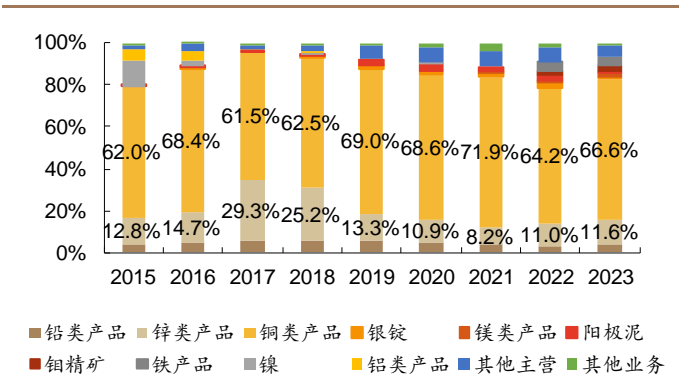
表 1: 公司主要参控股公司

公司名称	与本公司关系	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)
西藏玉龙铜业股份有限公司	控股子公司	西藏	西藏	铜矿采选冶	58
巴彦淖尔西部铜业有限公司	全资子公司	内蒙古	内蒙古	铜矿采选	100
四川鑫源矿业有限责任公司	控股子公司	四川	四川	铅锌矿采选	76
肃北县博伦矿业开发有限责任公司	全资子公司	甘肃	甘肃	钒铁矿采选	100
青海西豫有色金属有限公司	控股子公司	青海	青海	铅冶炼	98.42
巴彦淖尔西部铜材有限公司	全资子公司	内蒙古	内蒙古	铜冶炼	100
青海铜业有限责任公司	全资子公司	青海	青海	铜冶炼	100
青海湘和有色金属有限责任公司	全资子公司	青海	青海	锌冶炼	100
西部矿业集团财务有限公司	控股子公司	青海	青海	金融服务	60
西部矿业(上海)有限公司	全资子公司	上海	上海	贸易	100
西部矿业(香港)有限公司	全资子公司	香港	香港	贸易	100
青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司	联营公司	青海	青海	锂资源开发	27

资料来源: 公司公告-2023 年年报, 德邦研究所

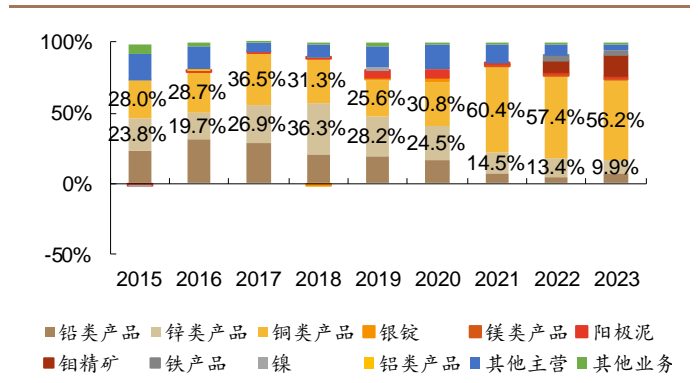
从公司营业收入及毛利结构来看, 公司绝大部分收入来自铜类产品(铜精矿、电解铜等), 2023 年占营收比重达到 66.6%; 贡献 56.2% 的毛利。

图 4: 公司营业收入占比



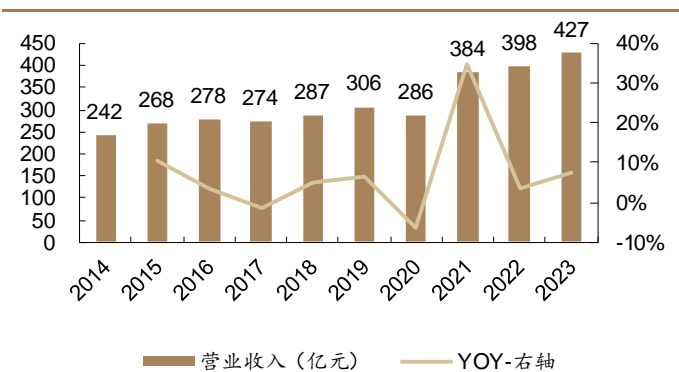
资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司毛利占比



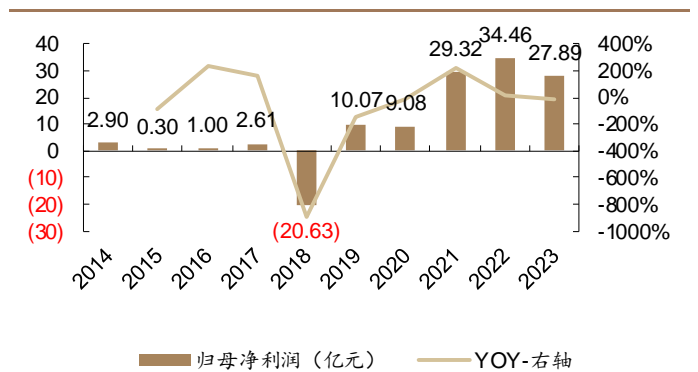
资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 营业收入及同比增速



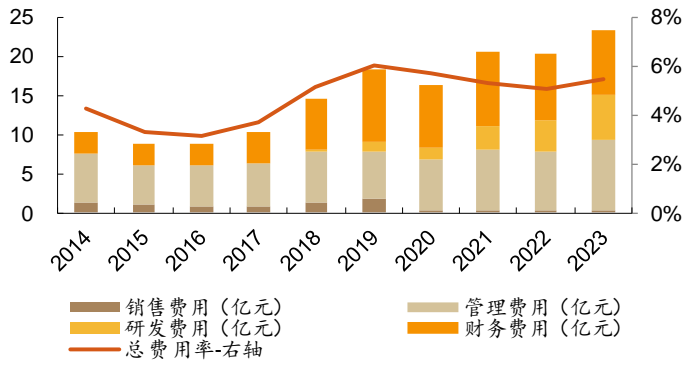
资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 7: 归母净利润及同比增速



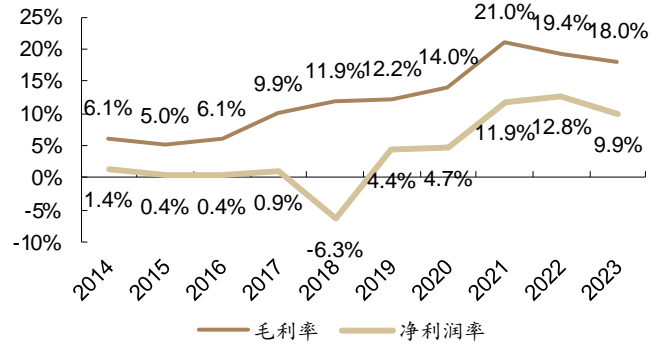
资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 8：费用及总费用率



资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

图 9：毛利率和净利率



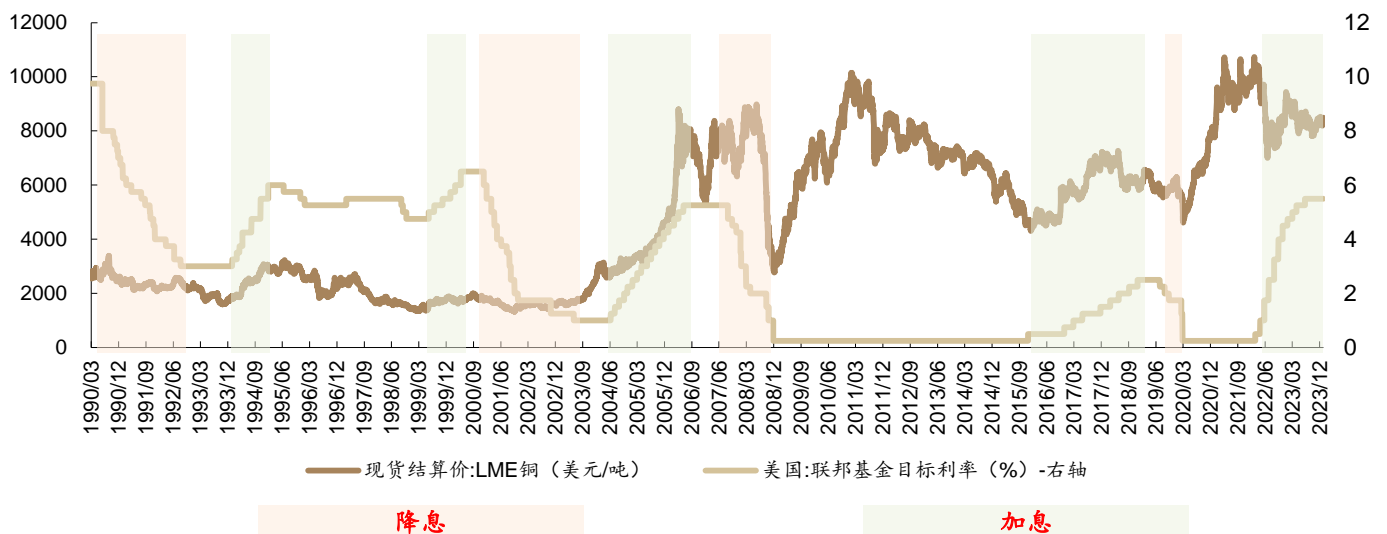
资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

2. 铜：金融属性和商品属性将迎共振

2.1. 金融属性强：铜价仍存进一步修复的动能

1990 年以来，美联储先后进入九次降息周期和加息周期。通过观察，我们发现降息一般伴有铜价下跌，加息周期内大多伴有铜价的上涨，且铜价对加息周期的反应更加剧烈。

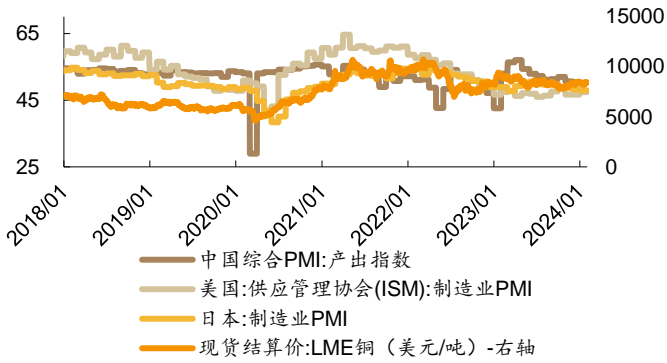
图 10：1990 年以来 LME 铜现货结算价以及加息降息周期



资料来源：iFinD，LME，美联储，德邦研究所

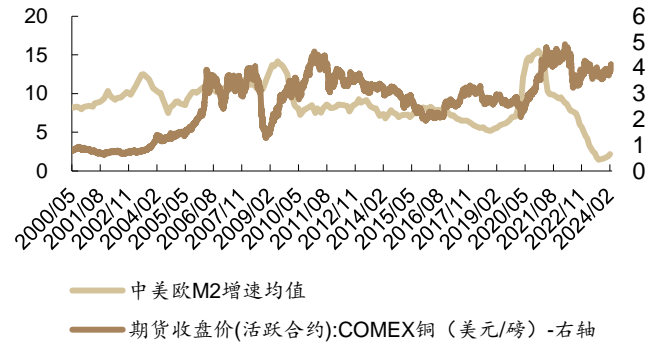
2023 年年初至今，LME 铜价的走势和全球主要经济体的 PMI 密切相关，目前来看，美国、日本的 PMI 较疫情之前的水平仍有差距。此外，铜价与中美欧 M2 增速均值具有正相关性，21 世纪初至 2022 年 4 月，中美欧 M2 增速均值大多时间维持在 8% 以上；而 2022 年 4 月以来跟随美国加息进程的演绎，M2 一路回落至 2023 年 8 月的 1.44%，为 21 世纪以来最低点。随着加息进程结束，M2 有望触底回升带动铜价上涨。铜价进一步修复的动能仍存。

图 11: 中美日三国 PMI 及 LME 铜价



资料来源: iFinD, 国家统计局, 美国供应管理协会, Markit, LME, 德邦研究所

图 12: 中美欧 M2 增速均值及 COMEX 铜价



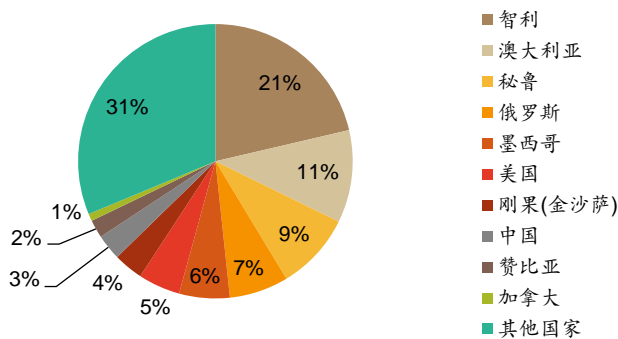
资料来源: Wind, COMEX, 中国人民银行, 欧洲央行, 美联储, 德邦研究所

2.2. 商品属性提供弹性：供需仍维持紧平衡

2.2.1. 供给：全球铜精矿供给维持低速增长

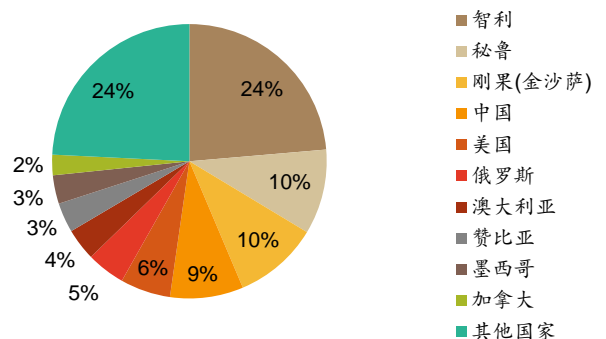
铜资源集中在智利和澳大利亚。2022 年，全球铜矿资源储量 8.9 亿吨，集中在智利（21%）、澳大利亚（11%）、秘鲁（9%）等国家，而我国铜矿资源储量占比仅为 3%。产量方面，据 USGS，全球生产铜矿 2200 万吨，集中在智利（24%）、秘鲁（10%）、刚果（10%）和中国（9%）。

图 13: 2022 年全球铜矿储量结构



资料来源: Wind, USGS, 德邦研究所

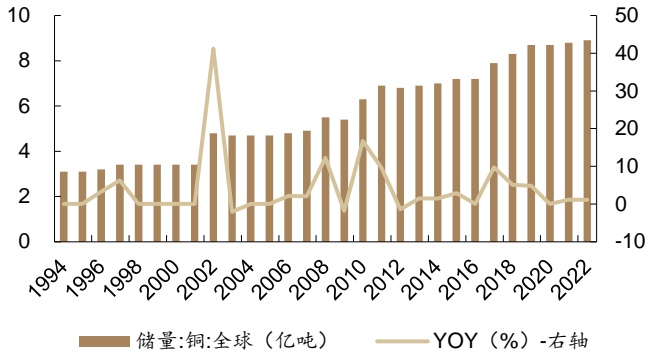
图 14: 2022 年全球铜矿产量结构



资料来源: Wind, USGS, 德邦研究所

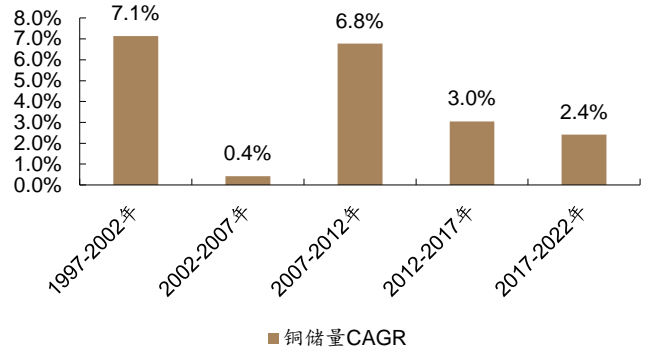
近五年（2017-2022 年），全球铜储量 CAGR 仅为 2.4%。以 5 年为一个时间段计算全球铜储量的 CAGR，我们发现 2007-2022 年这十五年间，铜矿的资源发现速度逐步放缓，5 年为期间计算出的年复合增速从 6.8% 一路下降至 2.4%。

图 15: 全球铜储量及增速



资料来源: Wind, USGS, 德邦研究所

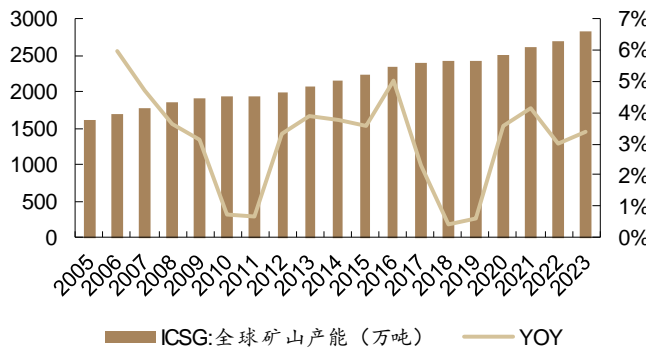
图 16: 以 5 年为一个时间段计算出全球铜储量的 CAGR



资料来源: Wind, USGS, 德邦研究所

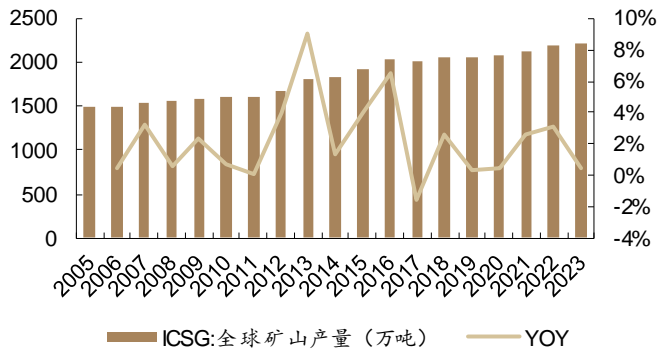
铜矿方面，近五年全球产量 CAGR1.4%。根据 ICSG 统计，2023 年全年全球矿山产量为 2206 万吨，产能为 2825 万吨，矿山产能利用率为 78.16%，2023 年矿山铜产量增速仅为 0.5%，与近 5 年相比维持在较低水平。铜矿生产集中度较高，2022 年全球前五大矿产铜企业分别为美国自由港、澳大利亚必和必拓、智利国家铜业、瑞士嘉能可以及美国南方铜业，2022 年各大矿企矿产铜产量分别为 191、167、155、106、92 万吨，占全球产量比重约达 32%。

图 17: 全球矿山产能及增速



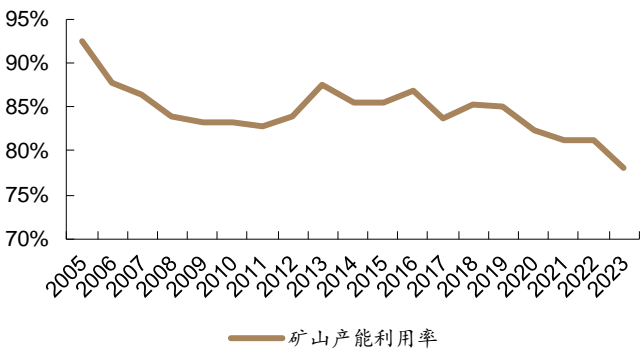
资料来源: Wind, ICGS, 德邦研究所

图 18: 全球矿山产量及增速



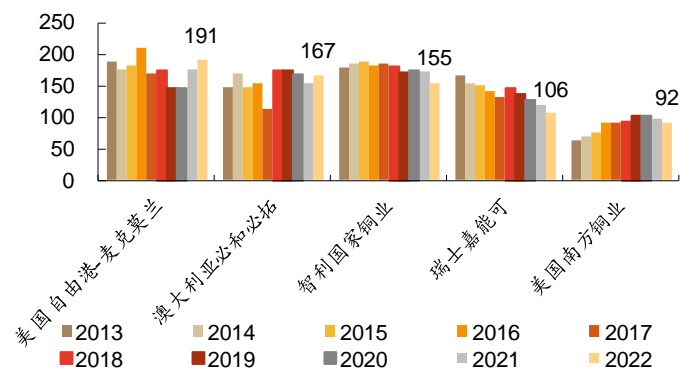
资料来源: Wind, ICGS, 德邦研究所

图 19: 全球矿山产能利用率



资料来源: Wind, ICGS, 德邦研究所

图 20: 全球前五大铜企产量 (万吨)

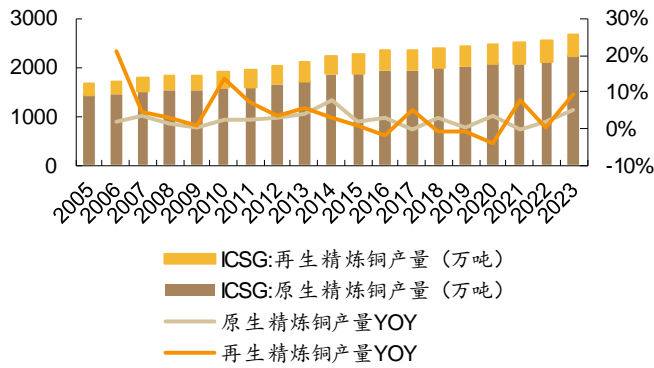


资料来源: iFinD, 各公司公告, 德邦研究所

精炼铜方面，近五年全球产量 CAGR2.3%。根据 ICSG 统计，2023 年全年全球精炼铜产量为 2693 万吨，同比增速 6.0%，其中原生精炼铜产量为 2238 万

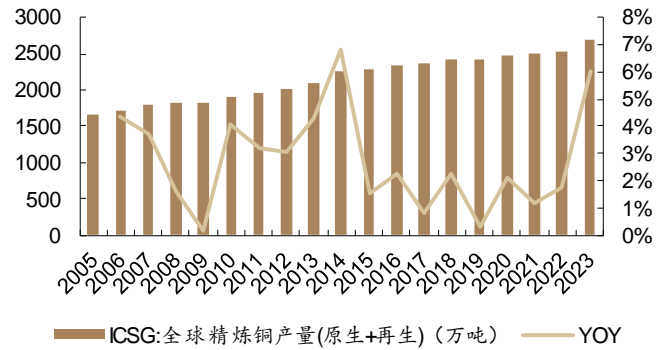
吨,同比增速 5.3%,再生精炼铜产量为 455 万吨,同比增速 9.6%。2023 年全球精炼铜产能为 3226 万吨,精炼铜产能利用率为 83.5%。

图 21: 全球原生铜和再生铜产量及增速



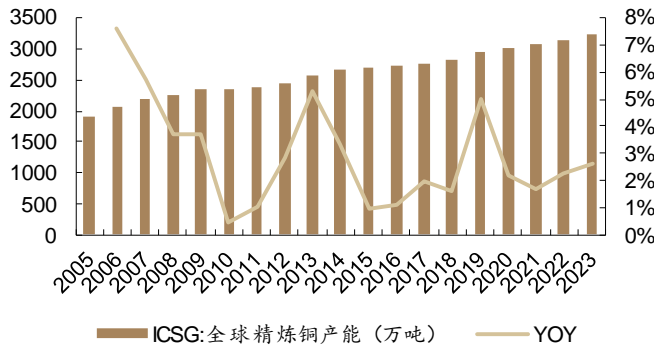
资料来源: Wind, ICGS, 德邦研究所

图 22: 全球精炼铜产量及增速



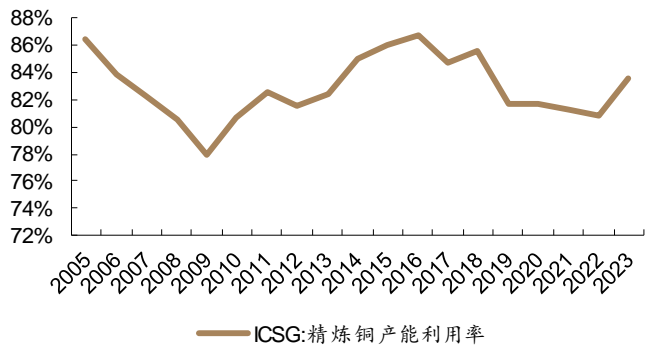
资料来源: Wind, ICGS, 德邦研究所

图 23: 全球精炼铜产能及增速



资料来源: Wind, ICGS, 德邦研究所

图 24: 全球精炼铜产能利用率



资料来源: Wind, ICGS, 德邦研究所

据 ICSG 测算, 2010 年以来精炼铜均处于供不应求的状态, 2023 全球精炼铜缺口达 8.7 万吨。

表 2: ICSG 公布 2005-2023 年精炼铜的供需平衡

年份	ICSG:原生精炼铜产量 (万吨)	YOY	ICSG:再生精炼铜产量 (万吨)	YOY	ICSG:全球精炼铜产量(原生+再生) (万吨)	YOY	ICSG:全球精炼铜产能 (万吨)	YOY	ICSG:精炼铜产能利用率	ICSG:全球精炼铜消费量 (万吨)	ICSG:期末精炼铜库存 (万吨)	ICSG:精炼铜过剩/缺口 (万吨)
2005	1441		216		1657		1915		86.5%	1667	87	-10.2
2006	1468	1.9%	261	20.9%	1729	4.3%	2061	7.6%	83.9%	1703	108	25.7
2007	1519	3.5%	274	4.8%	1793	3.7%	2179	5.7%	82.3%	1820	97	-26.8
2008	1539	1.3%	282	3.1%	1821	1.6%	2259	3.7%	80.6%	1805	110	16.1
2009	1541	0.1%	284	0.6%	1825	0.2%	2342	3.7%	77.9%	1789	138	35.5
2010	1575	2.2%	324	13.9%	1899	4.0%	2353	0.5%	80.7%	1914	120	-15.0
2011	1613	2.4%	347	7.2%	1960	3.2%	2377	1.0%	82.5%	1970	121	-10.5
2012	1660	2.9%	360	3.7%	2019	3.0%	2445	2.9%	81.5%	2048	138	-28.5
2013	1726	4.0%	380	5.8%	2106	4.3%	2575	5.3%	82.4%	2141	133	-35.0
2014	1858	7.6%	392	2.9%	2249	6.8%	2662	3.3%	85.0%	2291	133	-41.6
2015	1889	1.7%	395	0.8%	2284	1.5%	2687	1.0%	86.0%	2305	151	-20.9
2016	1949	3.2%	387	-2.0%	2336	2.3%	2717	1.1%	86.8%	2348	137	-12.5

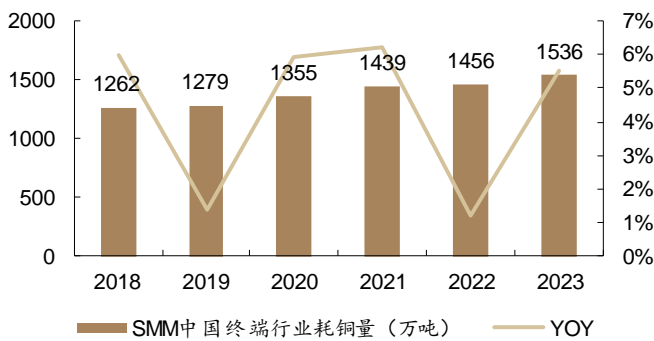
2017	1949	0.0%	406	5.1%	2355	0.8%	2770	2.0%	84.7%	2368	138	-13.1
2018	2005	2.9%	404	-0.7%	2409	2.3%	2815	1.6%	85.6%	2446	123	-36.8
2019	2015	0.5%	401	-0.7%	2416	0.3%	2957	5.0%	81.7%	2432	122	-16.2
2020	2083	3.4%	384	-4.1%	2467	2.1%	3022	2.2%	81.7%	2495	124	-28.1
2021	2082	-0.1%	415	8.0%	2496	1.2%	3073	1.7%	81.2%	2522	121	-25.2
2022	2125	2.1%	415	0.1%	2540	1.8%	3143	2.3%	80.8%	2584	137	-43.4
2023	2238	5.3%	455	9.6%	2693	6.0%	3226	2.7%	83.5%	2701	153	-8.7

资料来源: Wind, ICSG, 德邦研究所

2.2.2. 需求: 电力、新能源领域用铜表现较好

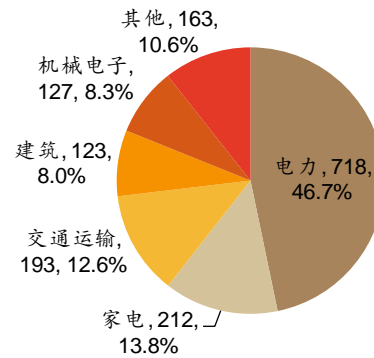
铜被广泛应用于现代工业的各个领域, 主要包括电力电子、家用电器、建筑材料、汽车等。2023年我国终端行业耗铜量 1536 吨, 同比增速 5.5%。下游需求最高的是板块是电力 (46.7%), 其次是家电 (13.8%)、交通运输 (12.6%)、机械电子 (8.3%) 和建筑 (8.0%)。

图 25: 2023 年我国终端行业耗铜量 1536 吨, 同比增速 5.5%



资料来源: SMM, 德邦研究所

图 26: 2023 年铜的终端需求结构 (万吨)

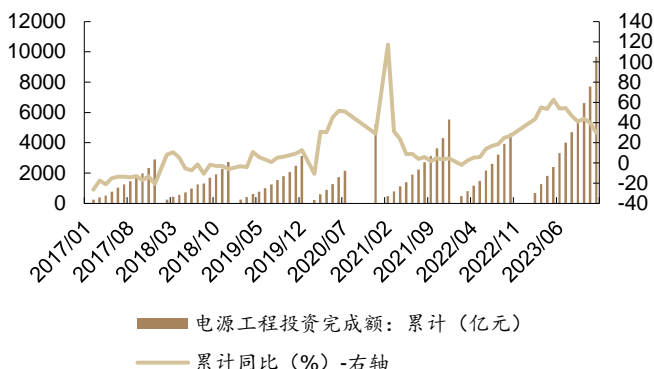


资料来源: SMM, 德邦研究所

2023 年以来, 我国精炼铜消费出现了明显的分化态势。其中, 传统领域用铜板带、电路板用铜箔等消费相对疲软, 电力、新能源领域用铜表现较好。

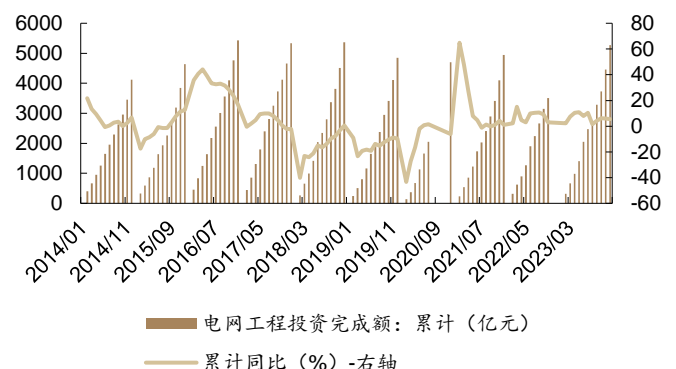
电力领域用铜表现良好, 电源和电网完成投资均同比增长。2023 年全年, 全国主要发电企业电源工程完成投资 9675 亿元, 同比增长 30.1%; 电网工程基本建设投资完成额累计值为 5275 亿元, 累计同比增加 5.4%。考虑到社会能源需求渐增, 且国家不断出台利好政策推动基建工程建设, 预计未来电网建设将表现良好, 对未来长期铜材消费有较好拉动作用。

图 27: 电源工程投资完成额累计值及累计同比增速



资料来源: SMM, CEC, 德邦研究所

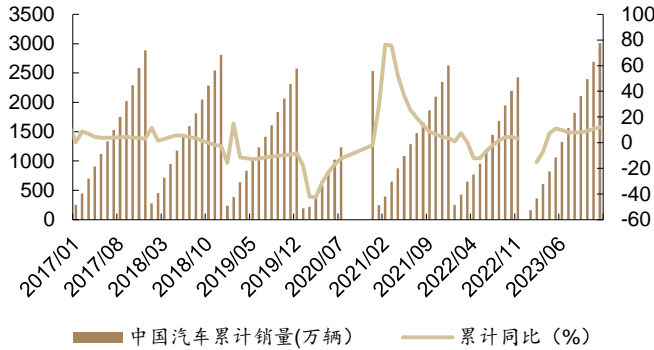
图 28: 电网工程投资完成额累计值及累计同比增速



资料来源: SMM, CEC, 德邦研究所

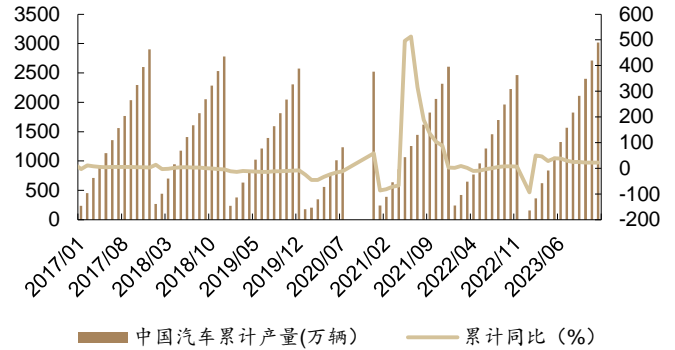
新能源汽车对铜消费拉动明显，全国汽车产销继续保持增长，尤其是新能源汽车对铜消费拉动明显。2023 年全年，汽车产销分别完成 3016 万辆和 3009 万辆，销量同比增长 12%，其中，新能源汽车产销分别达到 959 万辆和 950 万辆，同比分别增长 36%、38%，年内市场占有率达 31.6%。

图 29：中国汽车累计产量及同比增速



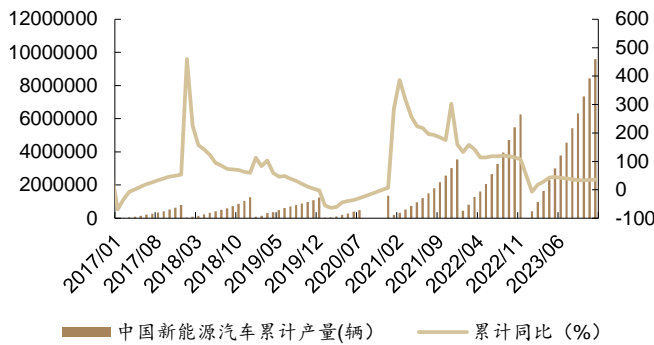
资料来源：SMM, CAAM, 德邦研究所

图 30：中国汽车累计销量及同比增速



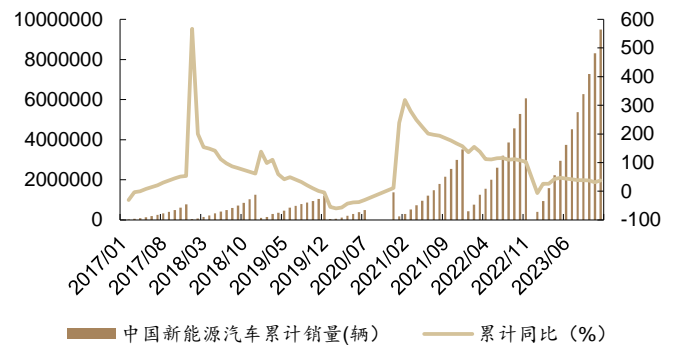
资料来源：SMM, CAAM, 德邦研究所

图 31：中国新能源汽车累计产量及同比增速



资料来源：SMM, NBS, 德邦研究所

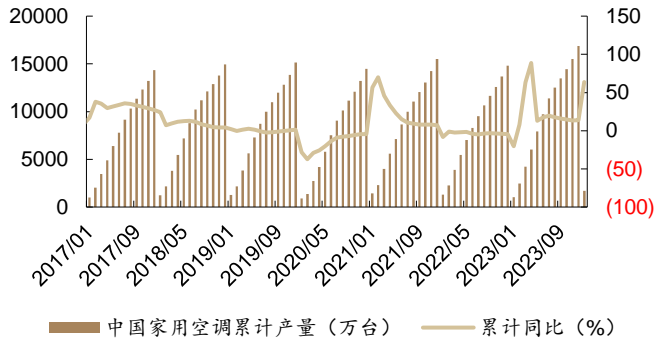
图 32：中国新能源汽车累计销量及同比增速



资料来源：SMM, NBS, 德邦研究所

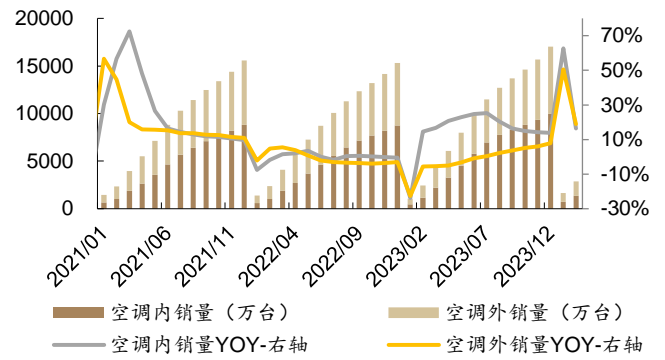
后疫情时代，家电产销回暖。2024 年 1 月，家用空调累计生产 1705 万台，同比增加 63.7%；销售 1632 万台，同比增加 58.2%，其中，内销 732 万台，同比增加 62.6%；出口 899 万台，同比增加 50.6%，后疫情时代，家电行业其它很多品类都在积极回暖的当下，空调行业已经实现了逆势回暖。2024 年 1-2 月，冰箱累计产量实现 1374 万台，同比增加 12.8%；洗衣机累计产量实现 1623 万台，同比增加 18.5%。

图 33: 中国家用空调累计产量及增速



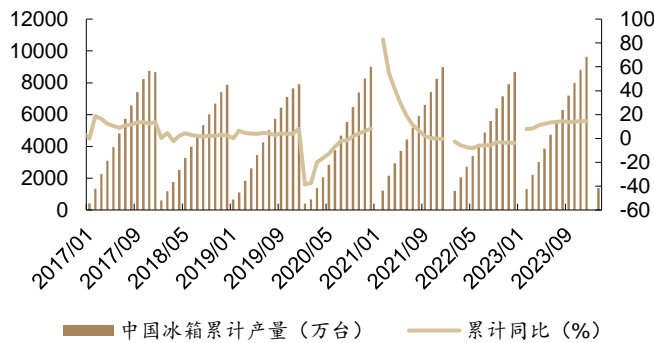
资料来源: SMM, ChinaIOL, 德邦研究所

图 34: 中国家用空调累计销量及增速



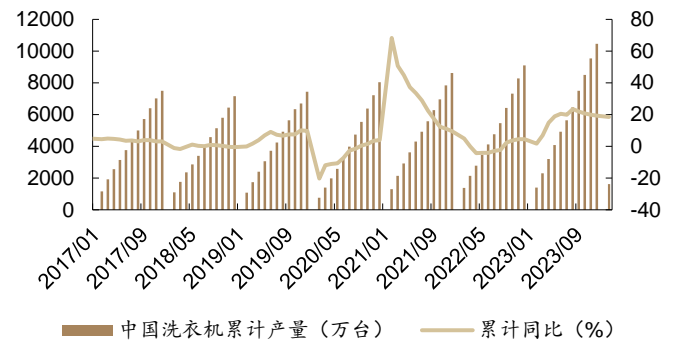
资料来源: SMM, ChinaIOL, 德邦研究所

图 35: 中国冰箱累计产量及增速



资料来源: SMM, NBS, 德邦研究所

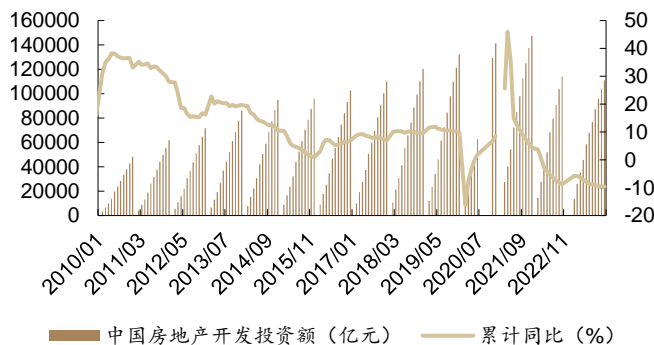
图 36: 中国洗衣机累计产量及增速



资料来源: SMM, NBS, 德邦研究所

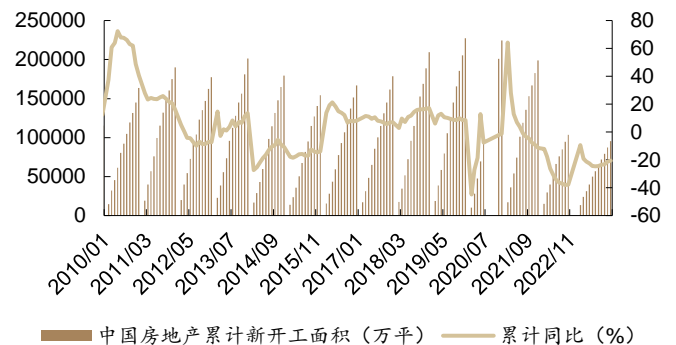
房地产恢复迹象不明显。2023 年全年，全国房地产开发投资 110913 亿元，同比下降 9.6%；房地产累计新开工面积 95376 万平方米，同比下降 20.4%。

图 37: 中国房地产累计开发投资额及增速



资料来源: SMM, NBS, 德邦研究所

图 38: 中国房地产累计新开工面积及增速



资料来源: SMM, NBS, 德邦研究所

从铜终端产品的整体数据来看，电源电网工程投资涨幅依然可观，新能源汽车等新兴行业依然保持高速发展趋势，对铜消费有较好的带动作用；房地产行业方面，在 2022 年 12 月召开的中央经济工作会议上明确指出，2023 年房地产工作重点仍是“保交楼，保民生，保稳定”。2023 年 9 月，全国范围的房地产行业各类支持政策相继落地，政策效应正逐步释放。

未来光伏、风电领域将拉动铜消费。据国家能源局计划，2023 年风电装机规模需达 4.3 亿千瓦左右，太阳能发电装机规模达 4.9 亿千瓦左右，分别新增约 65GWh 及 97GWh。根据测算，每 GWh 风电装机将带来约 0.46-1.35 万吨耗铜量；而每 GWh 光伏装机带来约 0.43 万吨耗铜量。2023 年风光装机将分别拉动 49 万吨、42 万吨耗铜量。据 SMM 预测，到 2024 年我国终端行业耗铜量达到 1575 万吨，需求增速 2.5%。

表 3：中国终端行业耗铜量预测

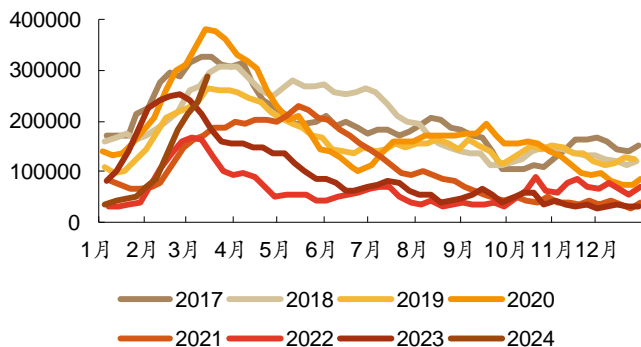
细分领域	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
电力	万吨	583	621	658	670	718	739
YOY		1.2%	6.5%	6.0%	1.8%	7.2%	2.9%
家电	万吨	196	201	214	207	212	206
YOY		3.2%	2.6%	6.5%	-3.3%	2.4%	-2.8%
交通运输	万吨	143	152	165	179	193	208
YOY		-2.1%	6.3%	8.6%	8.5%	7.8%	7.8%
建筑	万吨	112	121	127	120	123	121
YOY		0.9%	8.0%	5.0%	-5.5%	2.5%	-1.6%
机械电子	万吨	114	121	129	126	127	130
YOY		0.9%	6.1%	6.6%	-2.3%	0.8%	2.4%
其他	万吨	131	139	146	154	163	171
YOY		4.0%	6.1%	5.0%	5.5%	5.8%	4.9%
合计	万吨	1279	1355	1439	1456	1536	1575
YOY		1.3%	5.9%	6.2%	1.2%	5.5%	2.5%

资料来源：SMM，德邦研究所

2.2.3. 库存：仍处于五年内低位，支撑铜价

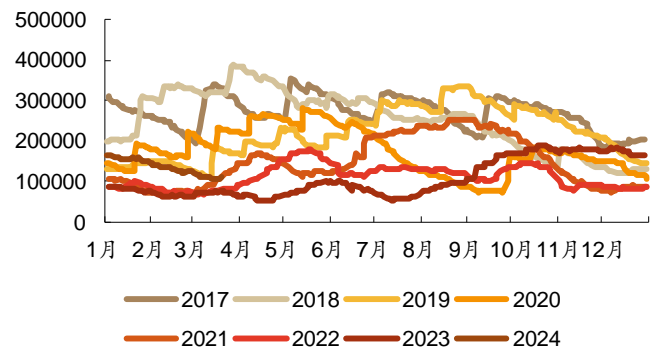
从季节性角度分析，LME 和 COMEX 的铜库存较近五年相比维持在较低水平，低库存对铜价形成支撑。截止至 2024 年 3 月 15 日，上海期货交易所阴极铜库存为 286395 吨，较上一周增加 47150 吨；截至 2024 年 3 月 20 日，COMEX 铜库存为 30423 吨，较上一交易日增加 342 吨。截止至 2024 年 3 月 20 日，LME 铜库存为 112325 吨，较上一交易日增加 5625 吨，注销仓单占比为 18.87%。

图 39：上海期货交易所阴极铜库存（吨）



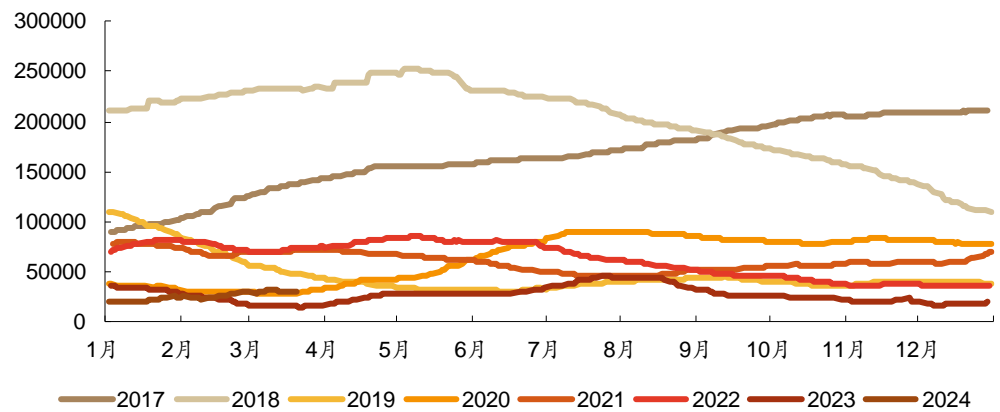
资料来源：Wind，上海期货交易所，德邦研究所

图 40：LME 铜全球库存（吨）



资料来源：Wind，LME，德邦研究所

图 41: COMEX 铜库存 (短吨)



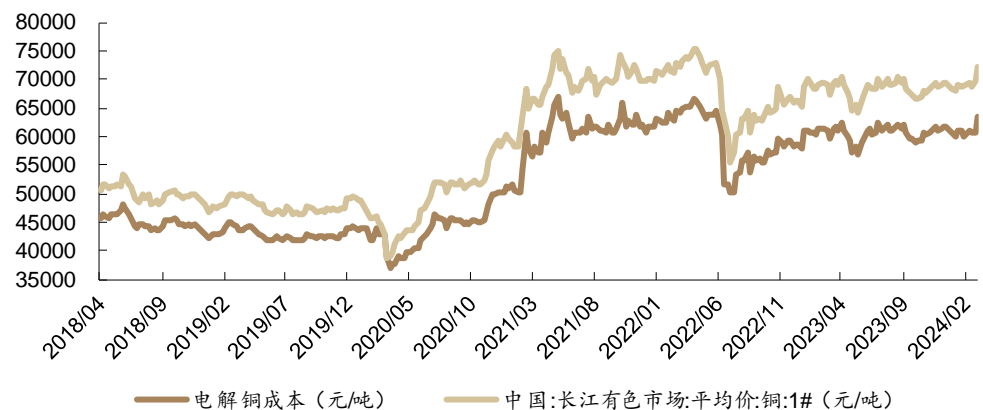
资料来源: Wind, COMEX, 德邦研究所

注: 1 公吨 (tonne, metric ton) = 1000 公斤, 1 长吨 (ton) (英制单位) = 1016.05 公斤, 1 短吨 (ton) (美制单位) = 907.2 公斤。

2.2.4. 成本: 矿山铜成本走高, 对铜价形成支撑

据百川盈孚数据, 2020 年中开始, 电解铜成本进入上行趋势, 主要原因有矿产品品位逐年下降, 开采深度增加; 人工成本上涨; 受环保因素影响, 污染物治理费用以及环保设备投资增加。上述因素推高铜成本从而对价格形成支撑。

图 42: 铜价和电解铜成本



资料来源: 百川盈孚, 德邦研究所

3. 矿产丰富, 冶炼产业同步发展

3.1. 矿山: 全资持有或控股并经营十五座矿山

公司在国内拥有众多优势矿产资源。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司共有探矿权 8 个, 面积 77.74km²; 采矿权 13 个, 面积 62.82km², 资源拥有量居国内金属矿业企业前列。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司总计拥有保有资源储量为铜金属量 605 万吨、铅金属量 155.14 万吨、锌金属量 270.34 万吨、钼金属量 36.9 万吨、五氧化二钒 64.15 万吨、镍金属量 27.12 万吨、金金属量 12.8 吨、银金属量 2095.37 吨, 铁 (矿石量) 30010.9 万吨, 氯化镁 3046.25 万吨。

表 4：截至 2023 年报，公司保有资源储量（万吨）

铜金属	铅金属	锌金属	钼金属	五氧化二钒
605	155.14	270.34	36.9	64.15
铁（矿石量）	镍	金（吨）	银（吨）	氯化镁
30,010.90	27.12	12.8	2,095.37	3,046.25

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

公司全资持有或控股并经营十五座矿山，其中，**有色金属矿山 6 座**（青海锡铁山铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、四川呷村银多金属矿、四川会东大梁铅锌矿、西藏玉龙铜矿、新疆瑞伦铜镍矿），**铁及铁多金属矿山 8 座**（内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、甘肃肃北七角井钒及铁矿、青海格尔木磁铁山铁矿、青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿、青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木它温查汉铁多金属矿、它温查汉西铁多金属矿），**盐湖矿山 1 座**（青海格尔木团结湖镁盐矿）。

表 5：各矿山设计产量（以采矿权证载能力为依据）

矿山名称	设计年产量 (万吨/年)	权益比例	主要品种	开采方式	开拓、运输系统	选矿方法
铜：						
西藏玉龙铜矿	1989	58%	铜	露天开采	公路开拓	浮选
内蒙古获各琦铜矿	450	100%	铜	地下开采	竖井开拓	浮选
铅锌：						
青海锡铁山铅锌矿	150	100%	铅锌	地下开采	平硐+斜坡道+竖井开拓	浮选
青海锡铁山中间沟-断层沟	20	100%	铅锌	地下开采	平硐+盲斜井联合开拓	浮选
四川呷村银多金属矿	80	76%	铜铅锌金银	地下开采	平硐+溜井联合开拓	浮选
四川会东大梁铅锌矿	66	100%	铅锌	地下开采	平硐+溜井联合开拓	浮选
铁：						
肃北七角井钒铁矿	380	100%	钒铁	地下开采	斜坡道+副井开拓	磁选
内蒙古双利铁矿	340	100%	铁	露天/地下开采	公路+竖井开拓	磁选
新疆哈密白山泉铁矿	140	100%	铁	地下开采	竖井开拓	磁选
格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	75	80%	铁铜锌	地下开采	竖井开拓	磁选+浮选
镍：						
新疆哈密市黄山东铜镍矿（5-22 线）	66	80%	镍铜	地下开采	竖井开拓	浮选
新疆哈密市黄山东铜镍矿（22-27 线）	45	80%	镍铜	地下开采	竖井开拓	浮选
镁：						
青海团结湖镁盐矿	50	95.94%	氯化镁	露天开采	-	-

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

公司 2023 年全年完成采矿量 2978 万吨，完成年计划的 98.92%；出矿量 3114 万吨，完成年计划的 100.31%；生产铅精矿 60339 金吨，锌精矿 120305 金吨，铜精矿 131298 金吨，钼精矿 3401 金吨，铁精粉 1193920 吨，球团 138029 吨，精矿含金 208 千克，精矿含银 123414 千克。2023 年公司重点项目有序推进，肃北七角井钒及铁矿于 2023 年办理了采矿证扩能手续，证载规模由 250 万吨/年扩至 380 万吨/年；双利铁矿启动露转地项目，该项目设计矿石采选能力 340 万吨/年（项目设计采出铁矿石 300 万吨/年、铜矿石 20 万吨/年、铅锌矿石 20 万吨/年）；格尔木西矿资源作为省内铁资源整合平台，主要承担铁资源拓展及开发工作，旗下拥有的它温查汉及它温查汉西两矿区正在办理探转采手续。

表 6: 主要产品生产情况

	2020	2021	2022	2023
铅精矿(金属吨)	67545	60240	51466	60339
锌精矿(金属吨)	147173	133384	112028	120305
铜精矿(金属吨)	47485	124894	143951	131298
铁精粉(吨)	1700279	1741427	1810484	1193920
球团(吨)	550006	496303	350176	138029
精矿含金(千克)	288	258	257	208
精矿含银(吨)	116	126	130	123
电铅(吨)	86737	77607	74662	90925
锌锭(吨)	109126	113677	86593	118752
电解铜(吨)	146011	175990	165539	182974
钼精矿(吨)			3373	3401

资料来源: 公司公告-2020-2023 年报, 德邦研究所

同时, 公司全力开展地质找矿工作。全年新增铅锌矿石资源量 268 万吨, 铅+锌金属量 16 万吨, 铁多金属矿资源量 467 万吨。

3.2. 冶炼: 做精冶炼, 优势明显

公司有色金属冶炼板块实施了一批产业升级改造重大项目, 行业发展比较优势明显。公司 2023 年底已形成电铅 10 万吨/年、电解铜 21 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、锌粉 1 万吨/年、偏钒酸铵 2000 吨/年的产能。2022 年, 青海湘和建成国内首条 5G 全自动智能化锌冶炼熔铸生产线, 并正式投产, 生产效率提升 10% 以上, 所生产的“西矿牌”锌锭 (ZN99.995) 成功通过上期所交割品牌注册, 树立公司品牌价值。

表 7: 冶炼企业主要产品一览表

单位名称	主要产品	工艺方法	权益比例 (%)
西豫金属	电铅、金锭、银锭等贵金属	氧底吹熔炼至侧吹还原烟化提锌冶炼工艺	98.42
青海铜业	阴极铜	富氧底吹熔炼—底吹吹炼连吹技术	100
西部铜材	阴极铜	阳极炉火法精炼、电解湿法精炼及竖式熔铜炉处理残极工艺	100
青海湘和	锌锭、锌粉、综合处理尾矿渣和硫渣	全湿法氧压浸出炼锌工艺; 火法冶炼配套化工制酸工艺	100
西矿钒科技	偏钒酸铵	石煤提钒	84.83

资料来源: 公司公告-2023 年报, 德邦研究所

2023 年上半年, 玉龙铜矿一二选厂技术改造项目、西豫金属环保升级及多金属综合循环利用改造项目如期开工建设。玉龙铜矿一二选厂技术改造提升项目于 2023 年 4 月正式启动, 投产后一二选厂矿石处理量将提升至 450 万吨/年, 玉龙铜矿一二三选厂矿石处理量由 1989 万吨/年将提升至 2280 万吨/年。青海铜业 5 万吨阴极铜项目自 2022 年 11 月投产以来运行平稳, 阴极铜产能提升至 15 万吨/年, A 级铜纯度达 99.9935%, 高于行业标准, 成为青藏高原最大的现代化铜冶炼企业。2024 年西部铜材实施节能环保升级改造项目, 采用大极板和永久阴极的电解生产工艺, 年产 10 万吨阴极铜, 实现铜电解提质降耗及环保节能升级。西豫金属环保升级及多金属综合循环利用改造项目于 4 月 8 日开工建设, 该项目是青海省“十四五”规划重点项目, 也是公司形成铜铅锌一体化冶炼系统, 推动区域双循环经济体系建设的关键工程, 项目建成后, 将形成年产电铅 20 万吨、金锭 6 吨、

银锭 430 吨生产能力，同时高效回收铜、锌、锑、钼、锡等有价金属，实现资源“吃干榨净”。

3.3. 盐湖化工：积极投身盐湖资源有效开发利用

公司积极融入世界级盐湖产业基地建设，积极投身盐湖资源有效开发利用。

- **西部镁业**是国内第一家也是唯一一家生产规模达到 10 万吨以上的盐湖镁资源开发高新技术企业。公司目前产能为年产 15 万吨/年高纯氢氧化镁、13 万吨/年高纯氧化镁、2 万吨/年高纯超细氢氧化镁、3 万吨/年高纯电熔镁砂、3 万吨/年烧结镁砂。2023 年 7 月，为进一步改善公司控股子公司西部镁业资本结构，降低财务费用，提高盈利能力，增强发展能力和抗风险能力，公司拟以持有其 66100 万元债权向西部镁业增资。增资完成后，西部镁业注册资本由 50000 万元增加至 105934.5452 万元，公司持有其股权比例由 91.4% 增加至 95.9409%。2022 年，公司生产高纯氢氧化镁 94542 吨，高纯氧化镁 31762 吨，超细氢氧化镁 12463 吨、电熔镁砂 3909 吨。公司于 2021 年 3 月 2 日与西矿集团签订《西部镁业股权转让合同》，根据西部镁业经营状况，西矿集团承诺：2021 年-2023 年西部镁业实现净利润合计 6000 万元人民币。截至 2023H1，西部镁业累计实现净利润 2945 万元。
- **同鑫化工**以萤石资源开发为起点，以生产氟化工产业链中上游产品氢氟酸为主业，同时消化冶炼单位的副产品硫酸。2023 年 2 月，公司全资子公司青海铜业以 8827.08 万元受让控股股东西矿集团所持同鑫化工 67.69% 股权。公司依托自身资源开发优势介入萤石矿开发领域，介入氟化工中下游产业链从而融入新能源产业发展赛道。公司产能为 10 万吨/年无水氟化氢和 4 万吨/年制冷剂（二氟甲烷（R32）1 万吨/年、三氟乙烷（R143a）2 万吨/年、二氟乙烷（R152）1 万吨/年）。
- **东台锂资源**拥有青海省格尔木市东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿采矿权。2022 年 4 月，公司以人民币约 33.4 亿元对价完成对东台锂资源 27% 股权的收购，东台锂资源成为联营公司。公司于 2022 年 6 月 9 日收到西矿集团业绩承诺函，东台锂资源 2022 年-2024 年三个会计年度经审计后净利润合计不低于 362040.05 万元，东台锂资源 27% 股权对应的三个会计年度净利润合计不低于 97750.8135 万元。截至 2023H1，东台锂资源累计实现归母净利润 385,710 万元。2023 年 1 月公司将持有的东台锂资源公司 27% 股权转让给公司全资子公司格尔木西矿资源开发有限公司。锂资源公司及其控股子公司青海锂业已经运营年产 2 万吨碳酸锂生产线，且其年产 3 万吨碳酸锂已经在政府有关部门备案，其配套设施齐全，锂资源公司可在 1 年内再建设并增加年产 1 万吨碳酸锂生产线。

表 8：东台锂资源公司采矿权信息

采矿权证号	C6300002018115210147024
采矿权人	青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司
矿山名称	青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司格尔木市东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿
开采矿种	锂矿、硼、钾
矿区面积	314.2417 平方公里
生产规模	碳酸锂 3 万吨/年、硼酸 3 万吨/年、硫酸钾 30 万吨/年
开采方式	露天/地下开采

资料来源：公司公告-关于受让控股股东西部矿业集团有限公司所持青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司 27%股权的关联交易公告，德邦研究所

►青海泰丰先行锂能科技有限公司成立于2010年，依托青海盐湖得天独厚的资源优势，正极材料一期整条生产线已具备10000吨年产能。2023年6月公司竞买锂资源控股股东泰丰先行的6.29%股权，进一步布局碳酸锂的下游磷酸铁锂行业。

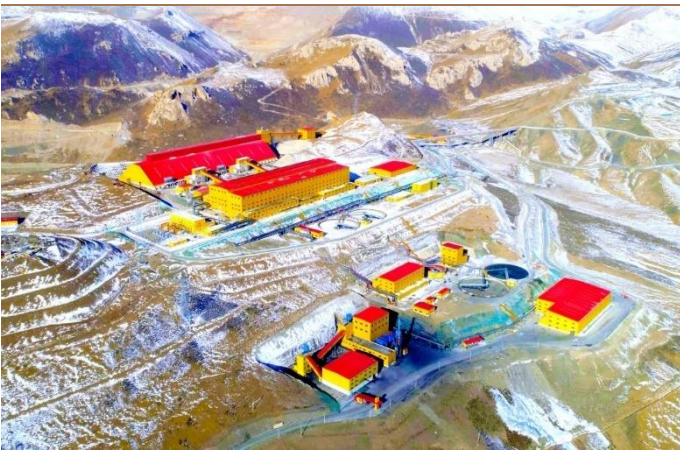
4. 重要矿山梳理

4.1. 铜：玉龙铜矿技改落地，铜产量进一步攀升

玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿，矿山位于青藏高原东部山区的昌都地区，海拔4569—5118米，属特大型斑岩和接触交代混合型铜矿床，同时伴生钼矿，公司持有其58%股权。玉龙铜矿是公司成立以来最大的投资项，玉龙铜矿改扩建工程总投资达106亿元，建设内容主要包括90万吨/年选矿工程和1800万吨/年采选工程。玉龙铜矿项目共分两期，一期于2016年完工，已实现湿法及浮选采选能力230万吨/年，铜金属产能约3万吨；二期改扩建工程2019年4月全面启动建设，2022年达产。2023年3月，玉龙铜矿再次启动改扩建项目，建设内容主要有拆除一、二选厂老系统，就地新建选矿智能生产系统，新建矿山破碎站、矿石胶带运输通廊等，建成投产后每年将增加450万吨处理量。2023年11月8日，玉龙铜矿改扩建项目正式投产，一二选厂矿石处理量提升至450万吨/年，玉龙铜矿一二三选厂矿石处理量由1989万吨/年提升至2280万吨/年，矿产铜由12万吨增加至15万吨。

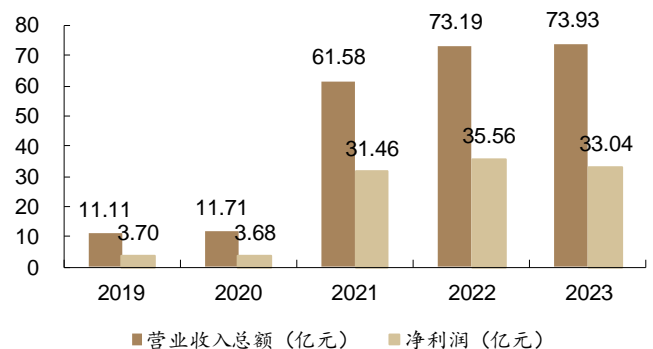
玉龙铜矿生产指标稳步提升，至2022年底铜回收率由2021年85.22%提升至86.65%，钼回收率由49.87%提升至55.04%，2023年报显示玉龙铜业钼回收率较2022年提升4.51%。截至2023年末，其铜矿石资源量8.55亿吨，铜金属保有储量558.28万吨，铜平均品位0.66%，剩余可开采年限40年。

图 43：西藏玉龙铜矿工场图



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 44：玉龙铜业营收和净利



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

内蒙古获各琦铜矿是公司另一个重要铜矿，位于狼山中段北缘，为内蒙古乌拉特后旗霍各乞镇管辖，公司通过西部矿业子公司持有其100%权益。2023年获各琦铜矿证载规模450万吨/年，铜矿资源量2995.14万吨，保有储量2572.8万

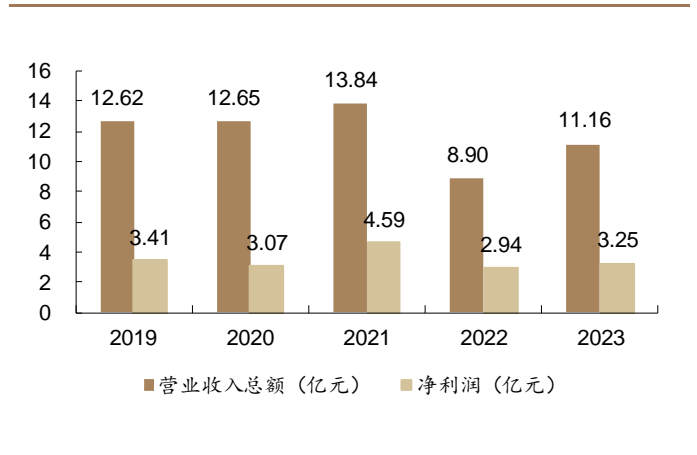
吨, 品位 0.85%, 剩余可开采年限 16 年; 拥有铅锌资源量 4309.63 万吨, 保有储量 3581.95 万吨, 品位 2.76%, 剩余可开采年限 23 年。

图 45: 内蒙古获各琦铜矿位置示意图



资料来源:《内蒙古获各琦铜矿床地质特征与成因分析》全华宇, 德邦研究所

图 46: 西部矿业营收和净利



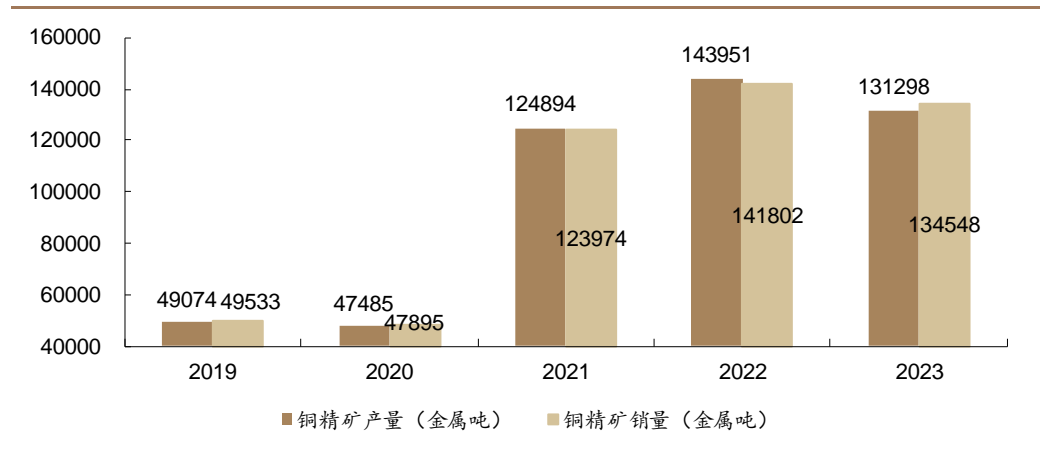
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

表 9: 公司主要铜矿 2023 年资源储量及品位

矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	保有储量(万吨)	品位	证载规模 (万吨/年)	资源剩余可开采年限 (年)
内蒙古获各琦铜矿	铜、铅、锌	铜: 2995.14	铜: 2572.8	铜: 0.85%	450	铜: 16
		铅锌: 4309.63	铅锌: 3581.95	铅锌: 2.76%		铅锌: 23
西藏玉龙铜矿	铜	85458.3	84514.5	0.65%	1989	40

资料来源: 公司公告-2023 年报, 德邦研究所

图 47: 公司铜精矿产销量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4.2. 铅锌: 稳定运行, 回收率同比增长

公司有四大铅锌矿山, 分别为青海锡铁山铅锌矿、青海锡铁山中间沟一断层沟铅锌矿、四川呷村银多金属矿和四川会东大梁铅锌矿。青海锡铁山铅锌矿是主力铅锌矿山。截至 2023 年报, 公司总计拥有保有资源储量为铅金属量 155.14 万吨、锌金属量 270.34 万吨。

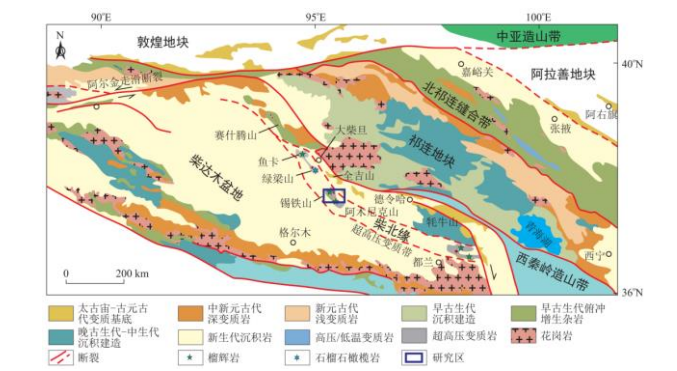
表 10: 公司主要铅锌矿 2023 年资源储量及品位

矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	保有储量(万吨)	品位	证载规模(万吨/年)	资源剩余可开采年限(年)
青海锡铁山铅锌矿	铅、锌	1839.17	1628.46	7.96%	150	13
青海省锡铁山中间沟—断层沟铅锌矿	铅、锌	203.19	137.45	5.42%	20	7
四川呷村银多金属矿	铜、铅、锌、金、银	647.14	577.37	铜: 0.21% 铅锌: 7.78% 银: 45.38gt	80	10
四川会东大梁铅锌矿	铅、锌	280.94	273.12	5.25%	66	5

资料来源: 公司公告-2023 年报, 德邦研究所

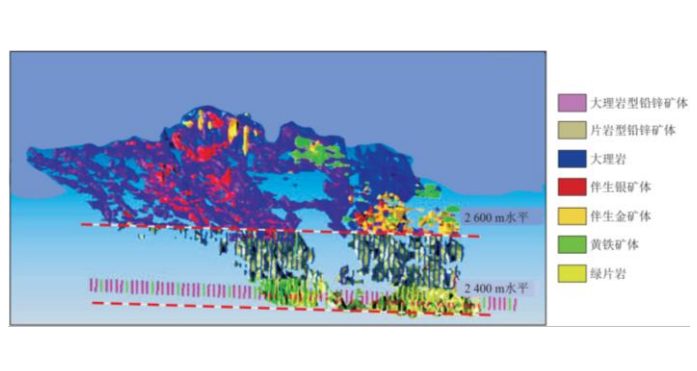
青海锡铁山铅锌矿位于青海省海西蒙古族藏族自治州, 是目前青海省最大的有色金属矿山, 蕴藏有铅、锌、金等多种有色金属, 其中以铅锌资源量最为丰富, 是我国采选规模较大的独立铅锌矿山之一。该矿山采用地下开采的方式, 利用“平硐+斜坡道+竖井开拓”的系统进行开拓和运输, 使用浮选的方式进行选矿。

图 48: 锡铁山围岩类型与矿体空间结构联合剖面



资料来源:《青海省锡铁山铅锌矿成矿元素物质场结构及深部找矿潜力》魏俊浩等, 德邦研究所

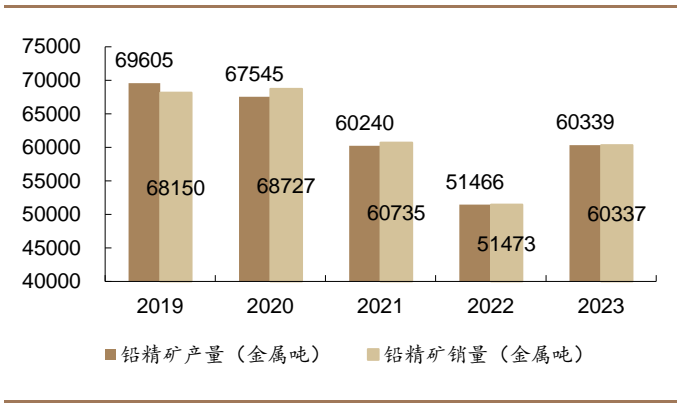
图 49: 锡铁山铅锌矿床主矿带矿体三维空间特征图



资料来源:《青海省锡铁山铅锌矿成矿元素物质场结构及深部找矿潜力》魏俊浩等, 德邦研究所

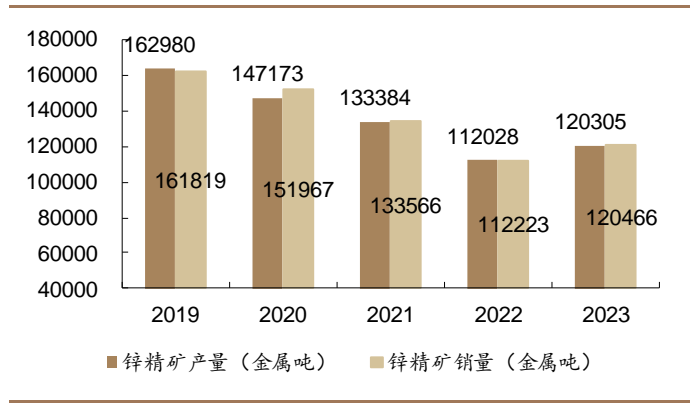
2020 年来, 铅锌产量小幅下滑, 主要是部分矿山原矿处理品位及处理量低于计划指标。2023 年上半年, 选矿回收率有所提升, 鑫源矿业铜选矿回收率同比增长 0.61 个百分点, 铅选矿回收率同比增长 1.07 个百分点, 锌选矿回收率同比增长 0.36 个百分点。

图 50: 公司铅精矿产销量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 51: 公司锌精矿产销量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4.3. 铁及其他金属矿山：双利铁矿扩建持续推进

公司有四大铁矿山，分别为内蒙古双利铁矿、肃北七角井钒及铁矿、新疆哈密白山泉铁矿和格尔木拉陵高里河铁多金属矿。截至 2023 年报，公司总计拥有保有资源储量为铁矿石量 30010.9 万吨。

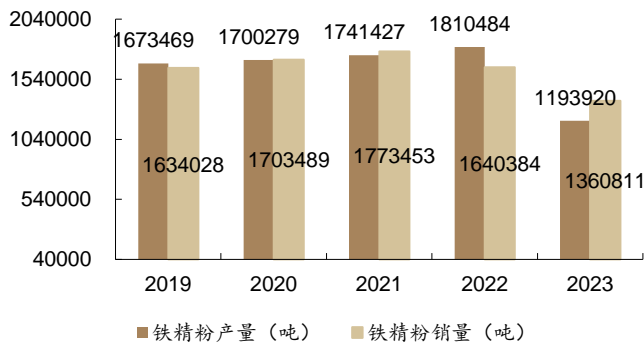
表 11：公司主要铁矿 2023 年资源储量及品位

矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	保有储量(万吨)	品位	证载规模(万吨/年)	资源剩余可开采年限
内蒙古双利铁矿	铁	7297.42	6884.65	24.10%	340	20
新疆哈密白山泉铁矿	铁	2379.17	1981.82	27.47%	140	14
肃北七角井钒及铁矿	钒、铁	铁：11056.13 钒：7073.49	铁：9525.87 钒：6472.85	铁：31.42% 钒：0.91%	380	铁：33 钒：202
青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	铁、铜、铅、锌	1091.34	1005	23.75%	75	15

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

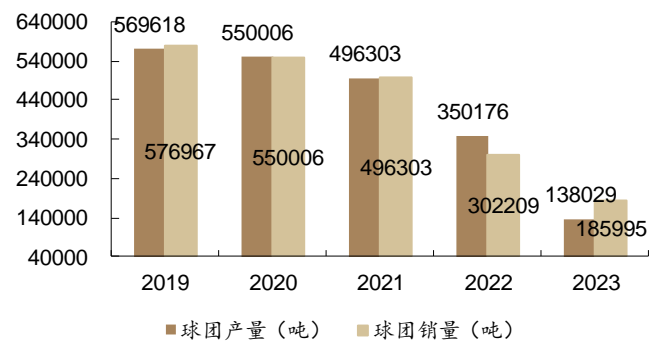
公司铁精粉产销量较为稳定，球团产量由于原材料供应不足及计划性停产检修影响，2022 年有所下滑。2023 年全年铁精粉产量为 119.39 万吨，计划完成率仅为 77%，主要是计划性停产所致；球团产量为 13.80 万吨，计划完成率高达 111%。

图 52：公司铁精粉产销量



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 53：公司球团产销量



资料来源：公司公告，德邦研究所

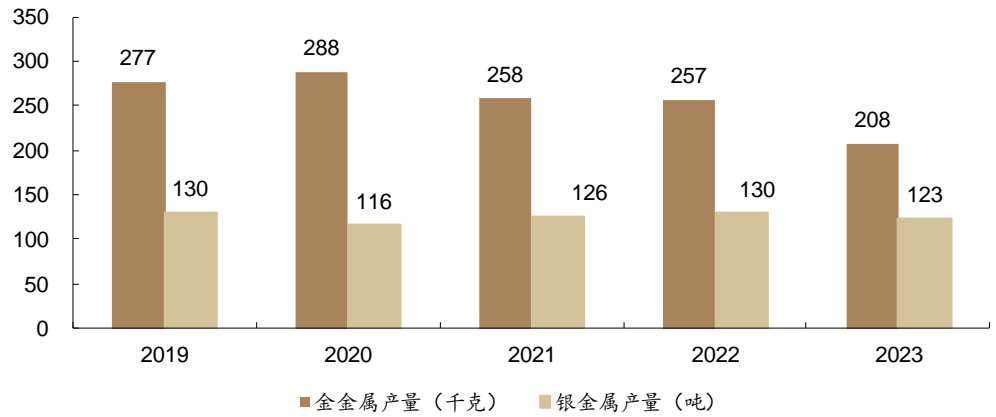
此外，公司还保有镍、钒、钼、金、银等资源。截至 2023 年年报，公司总计拥有保有资源储量为钼金属量 36.9 万吨、五氧化二钒 64.15 万吨、镍金属量 27.12 万吨、金金属量 12.8 吨、银金属量 2095.37 吨。

表 12：公司其他金属矿 2023 年资源储量及品位

矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	保有储量(万吨)	品位	证载规模(万吨/年)	资源剩余可开采年限
肃北七角井钒及铁矿	钒、铁	铁：11056.13 钒：7073.49	铁：9525.87 钒：6472.85	铁：31.42% 钒：0.91%	380	铁：33 钒：202
四川呷村银多金属矿	铜、铅、锌、金、银	647.14	577.37	铜：0.21% 铅锌：7.78% 银：45.38g/t	80	10
新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿（5-22 线、22-27 线）	镍、铜	7817.08	6801.45	镍：0.31% 铜：0.06%	111	136

资料来源：公司公告-2023 年报，德邦研究所

图 54: 公司金、银产量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

5. 盈利预测

价格方面, 2023 年长江有色金属网披露的中国 1#铜价格均值为 67159 元/吨, 我们预计 2024-2026 年铜价受益于加息周期结束, 平均价维持在 7.2 万元/吨; 2023 年长江有色金属网披露的中国 1#铅价格均值为 15368 元/吨, 0#锌价格均值为 22740 元/吨, 我们预计 2024-2026 年铅、锌平均价分别维持在 1.5、2.3 万元/吨; 各金属价格预测如下:

表 13: 各金属价格预测

单位: 元/吨 (金单位: 元/克 银单位: 元/千克)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
平均价:1#铅:长江有色	19329	17403	15183	15114	15180	15368	16000	15000	15000
平均价:0#锌:长江有色	24682	21355	17778	21484	24842	22740	23000	23000	23000
平均价:1#铜:长江有色	51788	48332	46720	62917	69415	67159	72000	72000	72000
平均价:1#钨:上海现货	234	282	268	285	364	516	500	500	500
平均价:1#镍:长江有色	102181	103070	112413	129947	181974	192478	150000	150000	150000
市场价:铁精粉:唐山	668	804	857	1275	1058	996	1200	1200	1200
上海黄金交易所:收盘价:黄金:Au9999	272	291	368	384	383	426	450	460	460
上海黄金交易所:收盘价:白银:Ag(T+D)	3702	3636	4353	5332	4763	5185	6000	6000	6000
平均价:1#镁(99.95%):全国:上海金属网	16069	17438	14918	17245	39144	23861	23000	23000	23000

资料来源: iFinD, 上海黄金交易所, 上海金属网, 长江有色金属网, 德邦研究所预测

产量方面, 2023 年 11 月 8 日, 玉龙铜矿改扩建项目正式投产, 一二选厂矿石处理量可提升至 450 万吨/年, 玉龙铜矿一二三选厂矿石处理量由 1989 万吨/年提升至 2280 万吨/年, 玉龙矿产铜有望由 12 万吨增加至 15 万吨。结合其他矿山产量, 我们预计 2024 年-2026 年公司铜产量分别为 15.9/17.0/17.0 万吨。各金属产量预测如下:

表 14: 公司部分产品产量预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铅精矿(金属吨)	60240	51466	60339	51777	51777	51777

锌精矿(金属吨)	133384	112028	120305	109407	109407	109407
铜精矿(金属吨)	124894	143951	131298	158715	170000	170000
铁精粉(吨)	1741427	1810484	1193920	1426882	1993920	1993920
球团(吨)	496303	350176	138029	138029	138029	138029
精矿含金(千克)	258	257	208	242	242	242
精矿含银(吨)	126	130	123	128	128	128
电铅(吨)	77607	74662	90925	35558	35558	35558
锌锭(吨)	113677	86593	118752	125000	125000	125000
电解铜(吨)	175990	165539	182974	217890	217890	217890

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

可比公司方面，我们以铜板块龙头紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色，综合性铜生产企业江西铜业、云南铜业为可比公司。根据上述量价预测，我们预计公司2024-2026年实现营收分别为475.5/490.6/491.5亿元；实现归母净利润34.9/36.6/38.1亿元，同比增速分别为25.1%、5.0%、4.0%，实现EPS分别为1.46/1.54/1.60元。截至2024年4月1日收盘，公司市值对应2024-2026年PE分别为13.03x、12.42x、11.93x，2024年PE略低于可比公司均值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值表

证券简称	证券代码	市值(亿元)	PE			EPS(元/股)			收盘价(元)
			2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	4286	16.37	17.04	13.60	0.80	0.99	1.24	16.87
603993.SH	洛阳钼业	1695	18.51	16.50	15.28	0.38	0.50	0.54	8.25
000630.SZ	铜陵有色	503	14.70	11.34	10.18	0.27	0.35	0.39	3.97
600362.SH	江西铜业	657	10.32	12.05	11.32	1.88	1.96	2.08	23.55
000878.SZ	云南铜业	266	12.06	12.06	11.46	0.79	1.10	1.16	13.26
	平均值		14.39	13.80	12.37				
601168.SH	西部矿业	455	16.30	13.03	12.42	1.17	1.46	1.54	19.08

资料来源：Wind，江西铜业、云南铜业盈利预测来自Wind一致预测，其他来自德邦研究所预测，估值时间截至2024年4月1日收盘，铜陵有色2023年EPS数据为预测数据，其余标的2023年EPS为年报披露数据

6. 风险提示

新项目爬产能力不及预期。

事故影响矿山生产。

金属价格大幅下降。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.17	1.46	1.54	1.60
每股净资产	6.41	7.67	9.01	10.31
每股经营现金流	2.62	3.18	3.87	3.14
每股股利	0.50	0.20	0.20	0.30
价值评估(倍)				
P/E	12.20	13.03	12.42	11.93
P/B	2.23	2.49	2.12	1.85
P/S	1.06	0.96	0.93	0.93
EV/EBITDA	6.74	7.23	6.12	5.59
股息率%	3.5%	1.0%	1.0%	1.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.0%	18.2%	18.9%	19.2%
净利润率	9.9%	11.1%	11.5%	11.9%
净资产收益率	18.3%	19.1%	17.1%	15.5%
资产回报率	5.4%	5.9%	5.7%	5.4%
投资回报率	11.4%	11.7%	11.2%	10.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.2%	11.2%	3.2%	0.2%
EBIT 增长率	-4.0%	14.7%	7.5%	2.7%
净利润增长率	-18.4%	25.1%	5.0%	4.0%
偿债能力指标				
资产负债率	60.9%	57.5%	52.7%	49.5%
流动比率	0.7	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.4	0.6	1.0	1.2
现金比率	0.4	0.5	0.9	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.1	2.3	2.2	2.3
存货周转天数	34.3	35.8	35.1	35.4
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	1.9	2.0	2.0	2.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,789	3,489	3,662	3,810
少数股东损益	1,444	1,797	1,972	2,051
非现金支出	2,153	1,931	2,108	2,177
非经营收益	815	473	588	564
营运资金变动	-962	-121	882	-1,113
经营活动现金流	6,239	7,569	9,211	7,489
资产	-2,879	-3,386	-2,970	-2,877
投资	-1,045	0	0	0
其他	852	564	476	530
投资活动现金流	-3,072	-2,822	-2,494	-2,347
债权募资	1,615	500	500	500
股权募资	0	0	0	0
其他	-5,283	-1,526	-1,556	-1,824
融资活动现金流	-3,668	-1,026	-1,056	-1,324
现金净流量	-499	3,721	5,662	3,818

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 01 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,748	47,545	49,062	49,149
营业成本	35,036	38,875	39,810	39,725
毛利率%	18.0%	18.2%	18.9%	19.2%
营业税金及附加	739	866	871	884
营业税金率%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	32	34	36	36
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	911	970	1,023	1,014
管理费用率%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%
研发费用	574	556	616	596
研发费用率%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%
EBIT	5,513	6,322	6,795	6,980
财务费用	822	1,006	1,006	991
财务费用率%	1.9%	2.1%	2.1%	2.0%
资产减值损失	-55	0	0	0
投资收益	322	564	476	530
营业利润	5,085	5,878	6,264	6,517
营业外收支	-366	15	17	17
利润总额	4,719	5,893	6,281	6,534
EBITDA	7,637	8,253	8,903	9,157
所得税	486	607	647	673
有效所得税率%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
少数股东损益	1,444	1,797	1,972	2,051
归属母公司所有者净利润	2,789	3,489	3,662	3,810

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,436	9,157	14,819	18,636
应收账款及应收票据	639	768	647	789
存货	3,162	4,563	3,191	4,625
其它流动资产	2,173	2,581	2,403	2,510
流动资产合计	11,410	17,069	21,059	26,560
长期股权投资	4,369	4,369	4,369	4,369
固定资产	22,595	23,404	24,201	24,810
在建工程	1,759	2,175	2,019	1,886
无形资产	6,421	6,663	6,900	7,139
非流动资产合计	40,657	42,125	43,002	43,717
资产总计	52,067	59,194	64,061	70,277
短期借款	5,667	5,667	5,667	5,667
应付票据及应付账款	2,915	3,975	3,371	3,815
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,767	7,525	7,339	7,465
流动负债合计	15,349	17,167	16,377	16,947
长期借款	13,595	14,095	14,595	15,095
其它长期负债	2,779	2,779	2,779	2,779
非流动负债合计	16,374	16,874	17,374	17,874
负债总计	31,723	34,041	33,751	34,821
实收资本	2,383	2,383	2,383	2,383
普通股股东权益	15,268	18,280	21,465	24,560
少数股东权益	5,075	6,873	8,844	10,896
负债和所有者权益合计	52,067	59,194	64,061	70,277

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。