

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

长景气周期开启，优质铜企稀缺性凸显

——全球核心铜企对比

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001

研究助理

马书蕾 一般从业资格编号：S1060122070024

有色与新材料 强于大市（维持）

2024年5月8日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资逻辑

- **南方铜业、自由港与紫金矿业在资源储量、生产成本以及成长性等方面处于全球领先水平。** 储量方面，南方铜业、自由港以及紫金矿业铜储量处于全球前列，铜资源丰富。成本方面，南方铜业、紫金矿业现金成本相对较低，2023年现金成本均低于1.5美元/磅。盈利能力来看，南方铜业及紫金矿业2023年净资产收益率均超20%，处于行业较高水平。成长性方面，多数矿企未来铜产量增长放缓，紫金矿业、洛阳钼业、南方铜业等大型矿企将贡献主要铜矿增量。
- **南方铜业：储量丰富，尽享成本优势。** 拥有铜金属储量4497万吨，铜储量规模全球名列前茅；铜业务纯度高，2023年营收占比约77%。钼金属作为公司主要副产品金属，较大程度上摊薄了公司现金成本，2022年现金成本+维持性资本支出水平整体位于全球铜矿成本曲线前端。2023-2026南方铜业总体新增21万吨/年铜矿产能。
- **自由港麦克莫兰：历史悠久，铜矿巨头稳步扩张。** 主营铜、金、钼金属，2023年公司铜合并报表产量为191.05万吨，处于全球领先水平。印尼Grasberg成本优势显著，2023年仅为0.1美元/磅，基本位于全球铜矿成本曲线最左侧。未来增量项目主要包括北美矿区Bagdad，印尼改造项目以及远期放量的Kucing Liar矿山项目。
- **紫金矿业：跻身全球前列，成长动能持续释放。** 公司持续扩大铜金资源版图。截至2023年底，公司铜储量3340万吨，金储量1148吨，权益储量相对中国储量占比分别达82%/37%。近年来铜金产量实现持续增长，2023年矿产铜产量101万吨(包括联营合营企业权益产量)，同比+11%；矿产金产量67.7吨，同比+20.9%。2023年公司综合毛利率15.81%，近年来维持15%以上。根据公司规划，2024-2025年矿产铜产量预计达111万吨、117万吨，主要金属产品产量实现持续增长。
- **结论：铜价中枢有望持续上行，龙头矿企仍待向上重估。** 随着铜供给瓶颈凸显，缺口预计持续扩大。全球90%分位线以上产能成本抬升，最高超13000美元/吨，铜价或需进一步上涨以刺激高成本产能释放增量供应。随着铜价中枢不断攀升，龙头铜矿企业估值有望向上重塑。全球范围内紫金矿业在资源储量，现金成本以及成长性等方面相对海外其他龙头矿业仍有显著优势，当前较海外龙头铜企仍被低估，铜价中枢长期上行背景下，以紫金矿业为代表的A股优质矿企估值或逐步修复。
- **投资建议：**本轮铜价上涨在资本开支不足的长期影响下具有较长的持续性，成本优势显著且具有长期成长性的龙头铜矿企业稀缺性正逐步显现，优质铜矿企业估值有望向上重塑。建议关注紫金矿业。
- **风险提示：**1) 需求超预期走弱风险；2) 供应释放节奏大幅加快；3) 地缘政治扰动原材料价格。



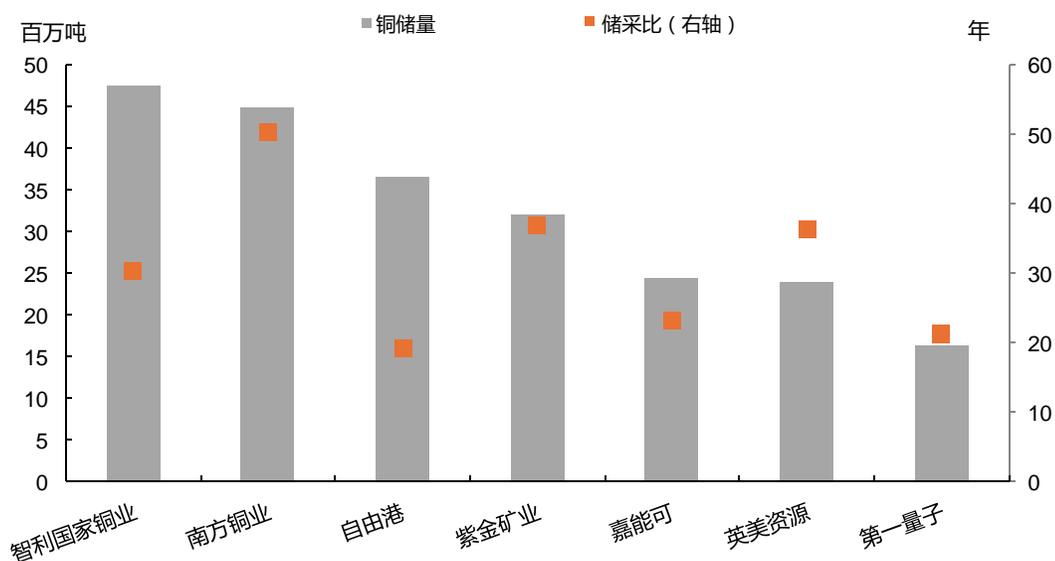
目录CONTENTS

- 海外龙头铜矿企业对比：优质矿企稀缺性凸显
- 南方铜业：储量丰富，尽享成本优势
- 自由港麦克莫兰：历史悠久，铜矿巨头稳步扩张
- 紫金矿业：跻身全球前列，成长动能持续释放
- 结论：铜价中枢有望持续上行，龙头矿企仍待向上重估
- 投资建议及风险提示

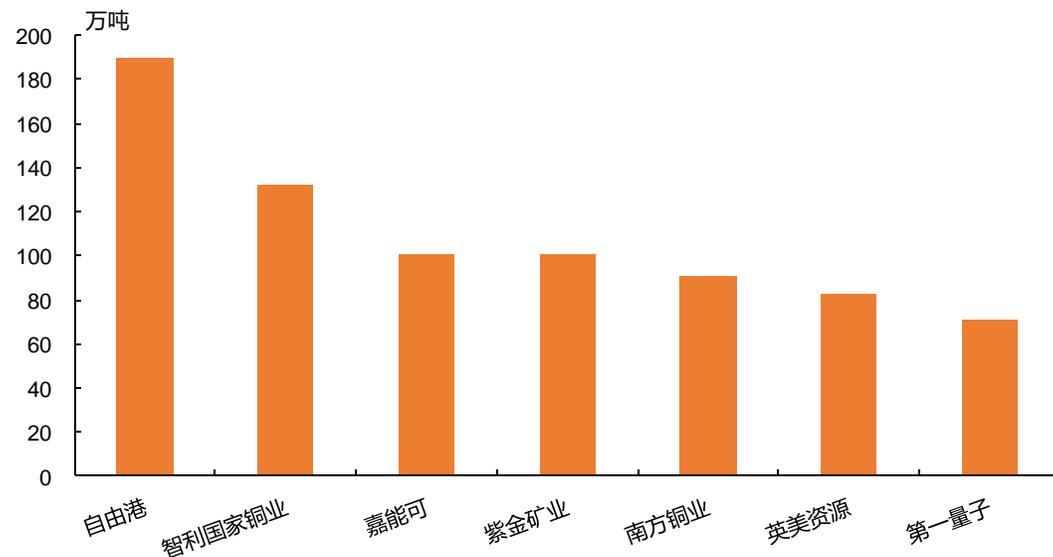
储量及储采比：南方铜业及紫金矿业优势显著

- 从海外主要矿企对比来看，南方铜业及自由港铜储量处于全球前列，铜储量均达3500万吨以上；从储采比来看，南方铜业、紫金矿业、英美资源以及智利国家铜业储采比均在30年以上，自由港及第一量子储采比相对处于较低水平。
- 2023年产量来看，前七家铜矿企业铜产量均在70万吨以上，其中自由港铜产量位于全球首位，2023年铜产量超190万吨。智利国家铜业、嘉能可以及紫金矿业年产量超100万吨。

2022年全球主要铜矿企业储量及储采比



2023年主要铜矿企业产量



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

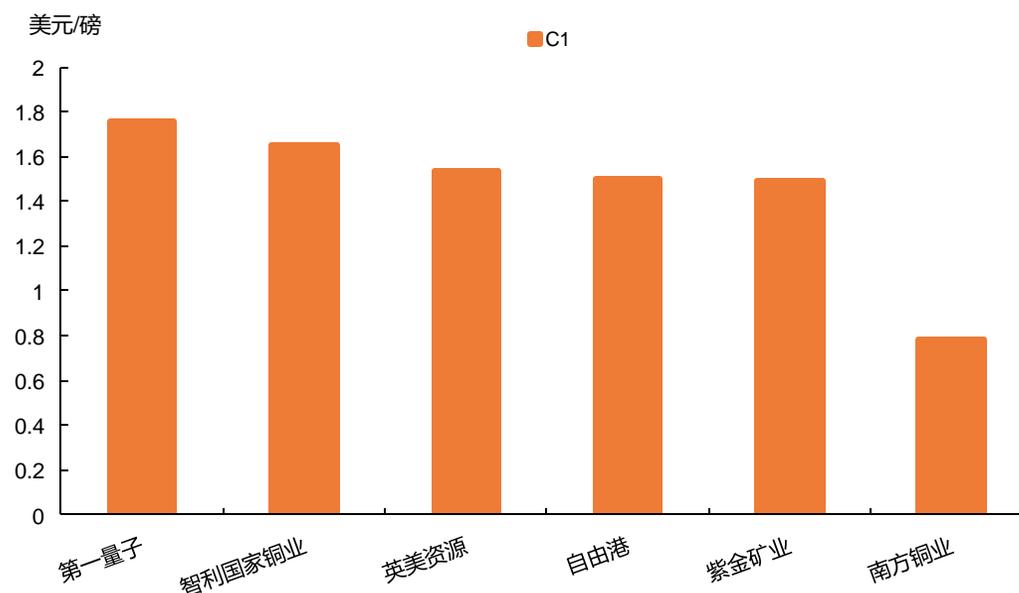
现金成本：南方铜业、紫金矿业现金成本较低

- 大型项目多集中于南美及非洲。从地域分布来看，全球主要铜矿企业核心项目主要布局在以智利、秘鲁为代表的南美地区和以刚果金、赞比亚为代表的非洲地区。
- 南美地区矿企现金成本处于较高水平，南方铜业、紫金矿业现金成本相对较低。南美多成熟矿山项目，近年来受矿山老化带来矿石品位走低影响，维护成本上升影响，现金成本有所抬升。从2023年现金成本情况来看，项目布局集中在南美地区的矿企整体C1处于相对较高水平，除南方铜业副产品收入大幅摊薄现金成本外，智利国家铜业、英美资源以及自由港等矿企成本均超1.5美元/磅。

2023年各矿企铜产量区域占比

	自由港	第一量子	智利国家铜业	南方铜业	紫金矿业	嘉能可	英美资源
智利	5.1%		100.0%			31.5%	56.7%
秘鲁	23.1%			38.2%		31.2%	38.6%
墨西哥	31.9%			61.8%			
巴拿马		46.7%					
中国					44.4%		
澳大利亚							
印尼	39.9%						
赞比亚		30.2%					
刚果金					30.2%	23.9%	
西班牙		23.0%					

2023年全球主要铜矿企业现金成本



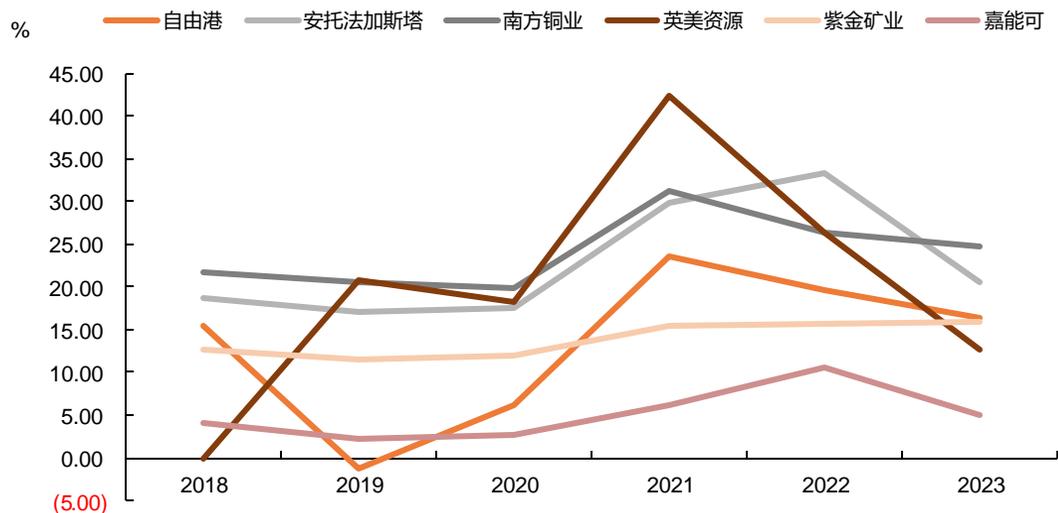
资料来源：各公司公告，平安证券研究所

注：现金成本不同公司披露口径有所差异，部分公司折算得出

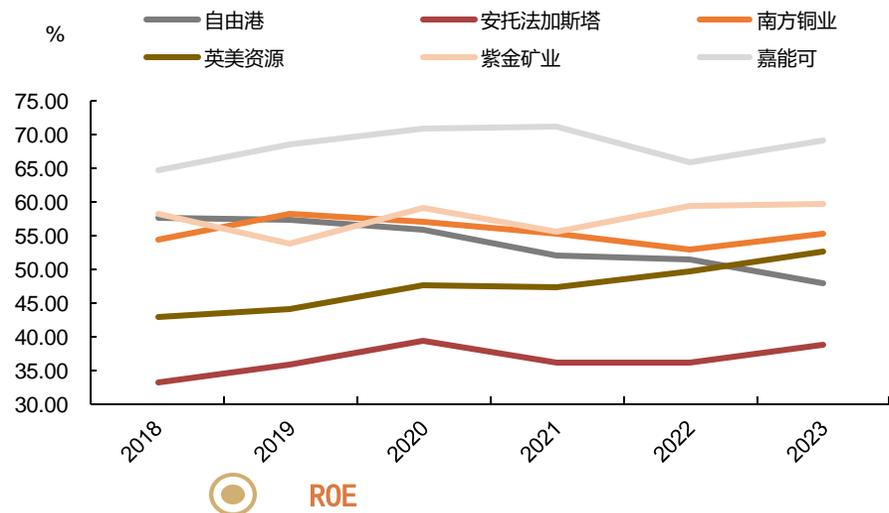
盈利能力：南方铜业及紫金矿业ROE处于行业较高水平

- 2023年铜矿企业资产负债率中枢基本位于50%-60%左右，其中以紫金矿业、南方铜业为代表的处于扩张期的矿企资产负债率相对较高。
- 南方铜业、安托法加斯塔、自由港、紫金矿业2023年净利率水平均处于15%以上；同时南方铜业及紫金矿业2023年净资产收益率均超20%，处于行业较高水平。

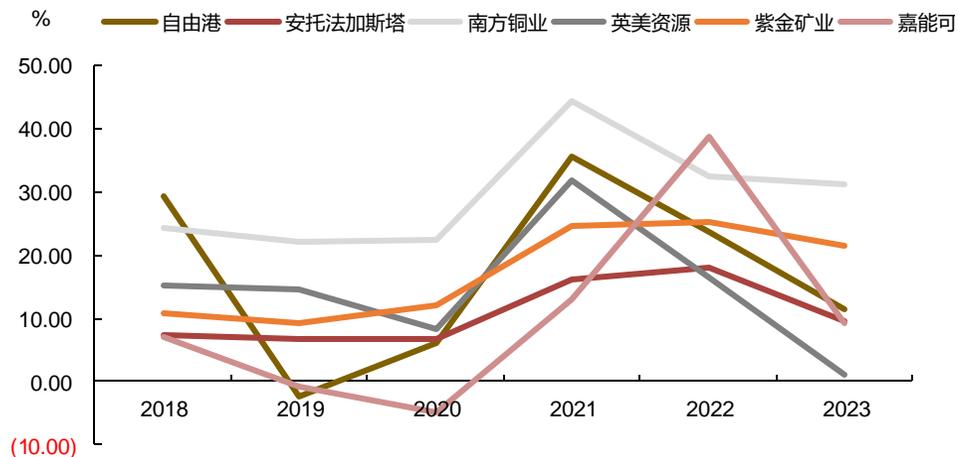
净利率



资产负债率



ROE

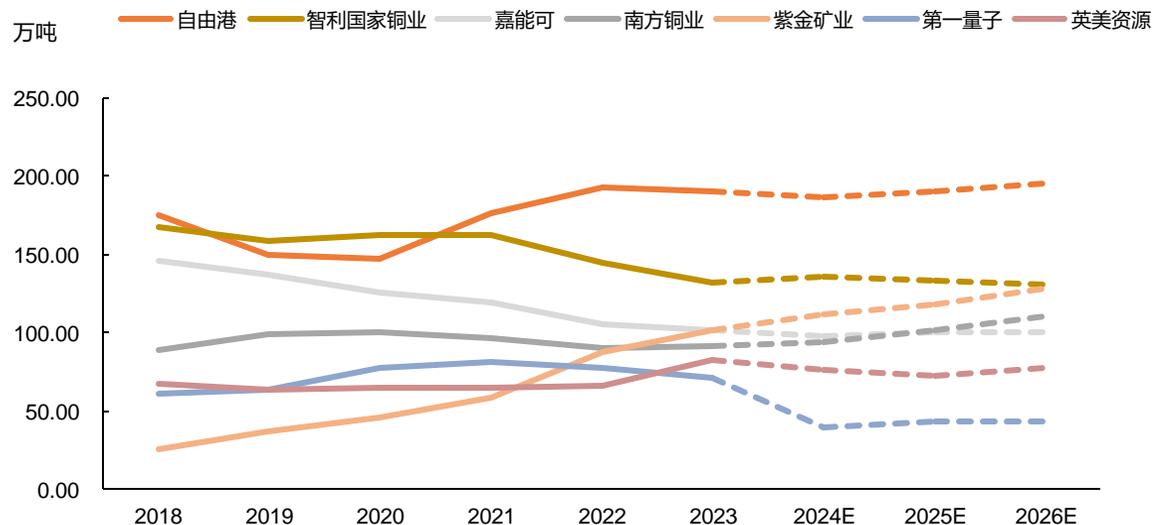


资料来源：各公司公告, Wind, 平安证券研究所

成长性：紫金矿业、洛阳钼业、南方铜业等大型矿企将贡献主要铜矿增量

■ 多数矿企铜产量增长放缓，紫金矿业、洛阳钼业、南方铜业等大型矿企将贡献主要铜矿增量。受前期资本开支不足以及在产矿品位下滑影响，多数铜矿企业在未来3年内产量规模未现明显增量，甚至部分企业出现负增长预期，全球主要铜矿增量主要由近年来投产的新项目产能爬坡贡献：紫金矿业的巨龙、卡莫阿项目，洛阳钼业的TFM以及KFM项目。海外矿企增量主要有南方铜业的El Pilar、安托法加斯塔的Los Pelambres以及centinela等。智利国家铜业的Chuquicamata以及Salvador也存在一定增长预期，但受其他老旧矿山产量下滑拖累，智利国家铜业整体产量或仍现走弱趋势。

各矿企铜产量预期



主要增量项目 (万吨)

公司	项目	地区	2023	2024E	2025E
紫金矿业	Julong Copper	中国	15.4	16.6	20.0
紫金矿业	Kamoa-Kakula	刚果(金)	39.4	50.7	60.0
紫金矿业	Timok&博尔铜矿	塞尔维亚	23.9	26.7	26.7
洛阳钼业	TFM	刚果(金)	28.0	40.0	45.0
洛阳钼业	KFM	刚果(金)	11.4	15.0	15.0
智利国家铜业	Chuquicamata	智利	24.9	33.2	32.6
智利国家铜业	Salvador	智利	1.3	6.0	8.0
南方铜业	El Pilar	墨西哥	0.0	0.0	3.5
南方铜业	Buenavista	墨西哥	0.0	1.2	2.0
安托法加斯塔	centinela	智利	24.3	23.3	25.0
安托法加斯塔	Los Pelambres	智利	30.0	34.3	38.0

资料来源：各公司公告，平安证券研究所



目录CONTENTS

- ◎ 海外龙头铜矿企业对比：优质矿企稀缺性凸显
- ◎ 南方铜业：储量丰富，尽享成本优势
- ◎ 自由港麦克莫兰：历史悠久，铜矿巨头稳步扩张
- ◎ 紫金矿业：跻身全球前列，成长动能持续释放
- ◎ 结论：铜价中枢有望持续上行，龙头矿企仍待向上重估
- ◎ 投资建议及风险提示

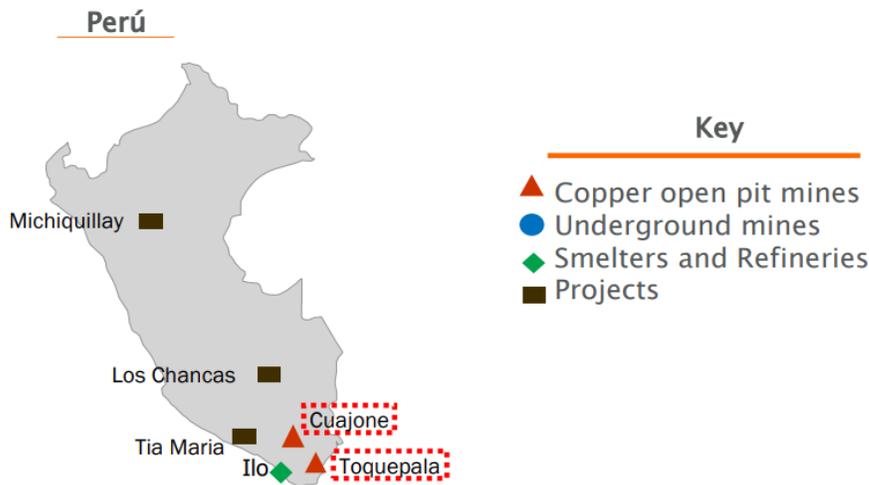
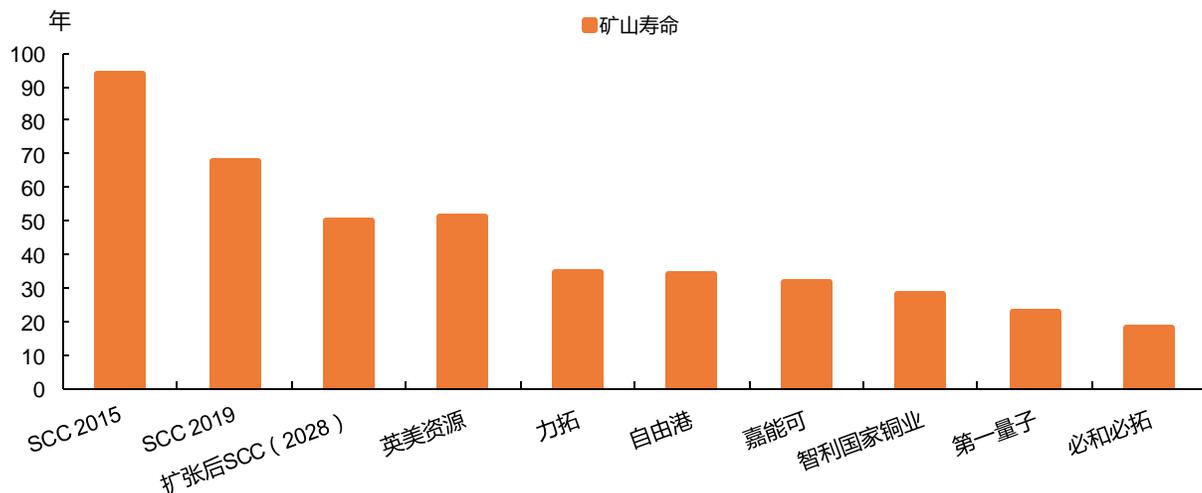
南方铜业：铜储量丰富，矿山寿命位于全球前列

- 南方铜业成立于2005年，其大股东为墨西哥集团，旗下包括Southern Peru和Minera Mexico分别运营的秘鲁铜业务和墨西哥铜业务两个板块，2022年EBITDA占比分别为34%和66%。
- 公司拥有铜金属储量4497万吨，铜储量规模全球名列前茅，主营矿山包括墨西哥的Buenavista、LaCaridad以及秘鲁的Cuajone、Toquepala四座。得益于矿山禀赋优势及多年来的良好维护，公司在产矿山寿命仍在海外众多矿企中具有较大优势，预计2028年后公司矿山开采年限仍可达50年。

公司项目分布情况



海外主要矿企矿山寿命对比



Key

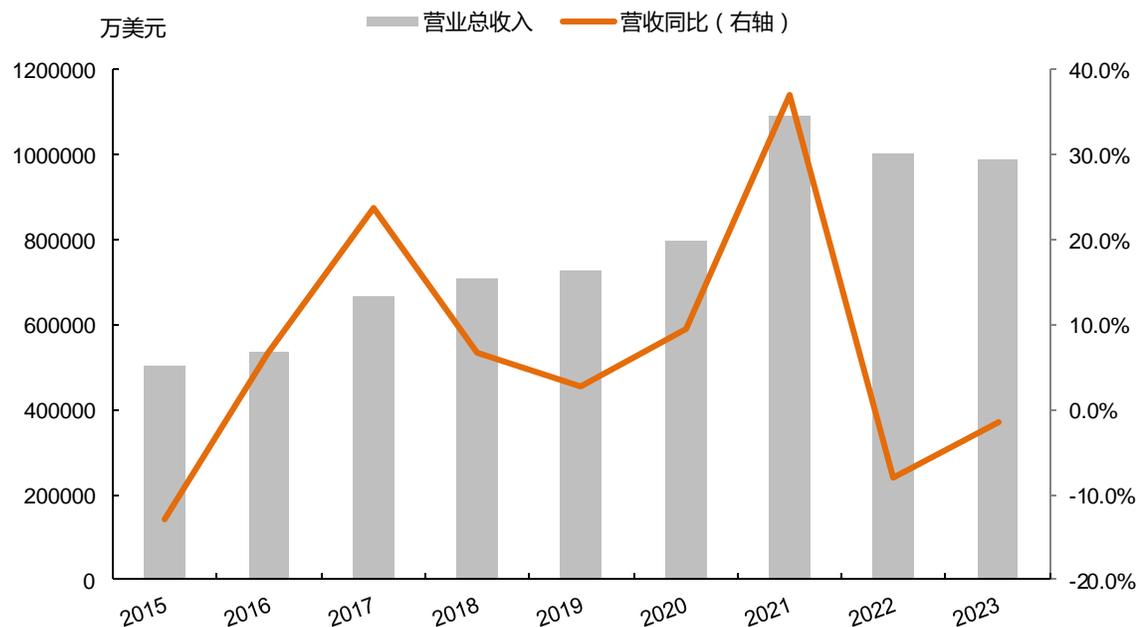
- ▲ Copper open pit mines
- Underground mines
- ◆ Smelters and Refineries
- Projects

资料来源：公司公告，平安证券研究所

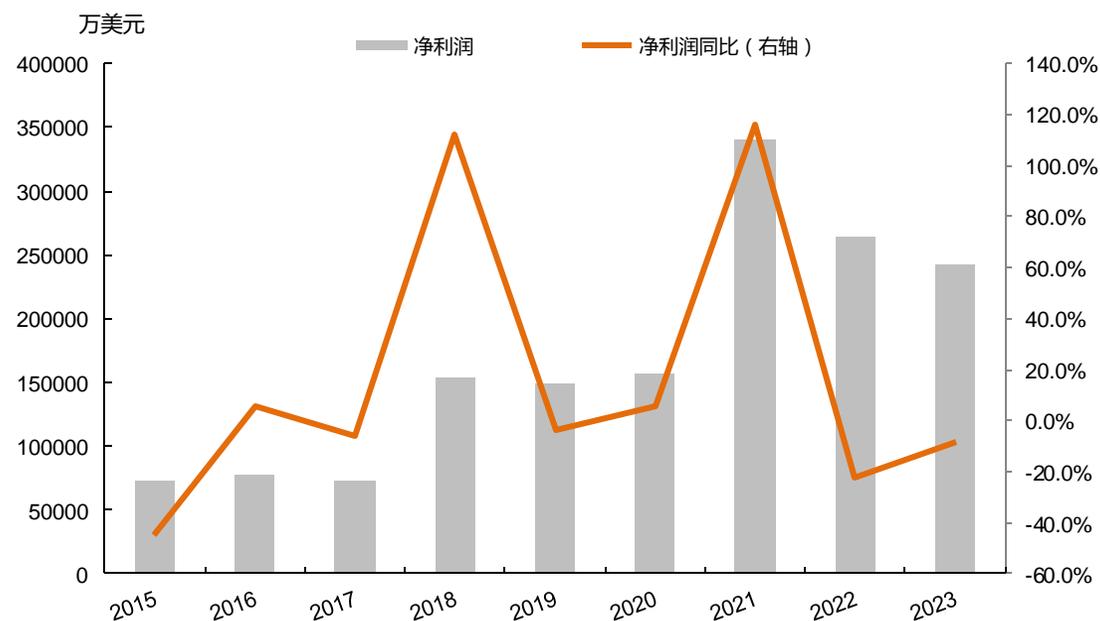
南方铜业：金属价格下跌拖累23年业绩

- 2021-2023年公司营收规模达109.34、100.48、98.96亿美元，同比变动+36.93%、-8.1%、-1.51%；2021-2023归母净利润33.97、26.39、24.25亿美元，同比变动+116.32%、-22.33%、-8.08%。
- 公司2023年营业额下降主要受锌等金属价格下跌的影响，销量方面，铜、钼等产品销量仍然实现稳步增长，同比增速分别为2.2%及2.3%。2023年公司净利润下降除了销售额因素外，还受到2022年非营业成本年终非经常性调整以及税收的影响。

营收及同比



净利润及同比

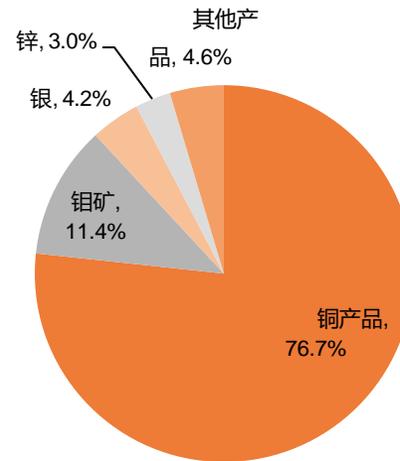


资料来源：公司公告，平安证券研究所

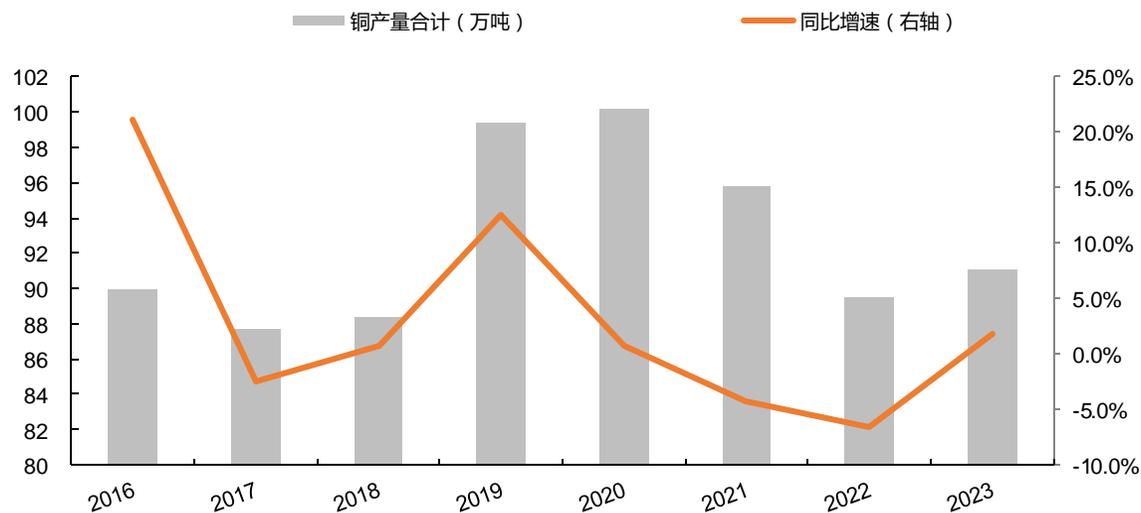
南方铜业：公司铜业务纯度较高，营收占比持续超75%

- 公司铜业务纯度较高。铜为公司主营金属品种，营收占比总体高于75%，2023年营收占比约77%。钼、锌等金属为铜矿伴生金属产品，2023年钼产品营收占比达11.4%，锌、银合计占比约7.2%。
- 2021-2022年，Cua jone由于社区问题一度停产，另外部分矿山现品位下滑，公司铜产量出现阶段性下降。2023年秘鲁矿山产量增加9.5%（主要得益于Toquepala矿产量增长），但墨西哥铜业务产量同比下降，公司铜总产量同比增长1.8%至91.1万吨。

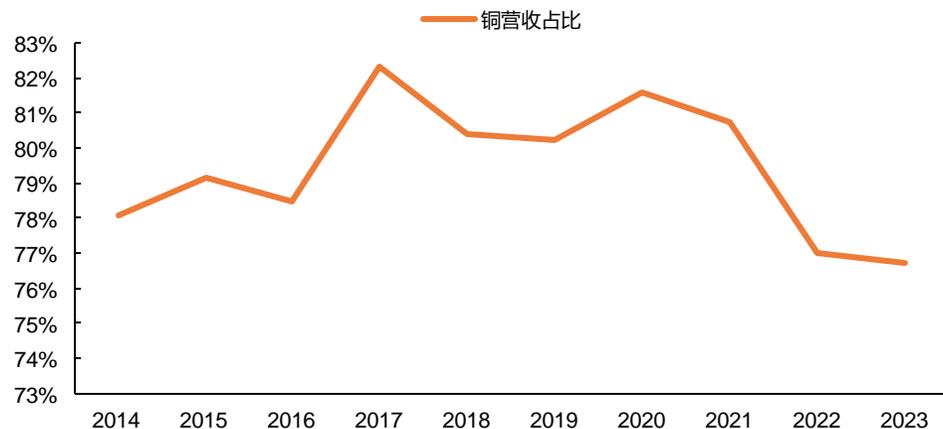
2023年南方铜业营收结构



铜产量变化



南方铜业铜业务营收占比变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

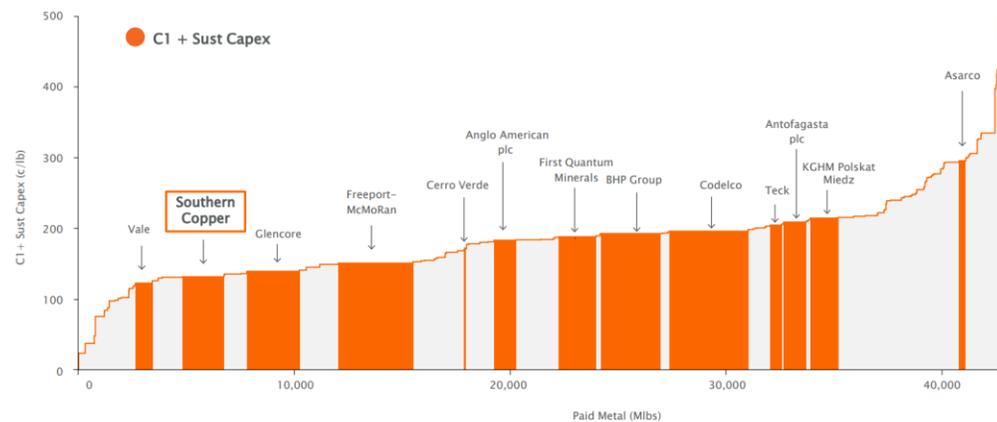
南方铜业：副产品摊薄现金成本，成本优势显著

■ 南方铜业成本优势显著。2023年公司扣除副产品收益的铜现金成本为1.03美元/磅，折算为2271美元/吨，扣除副产品收益前现金成本为2.19美元/磅，折算为4829美元/吨。钼金属作为公司主要副产品金属，较大程度上摊薄了公司现金成本，公司成本优势显著，2022年现金成本+维持性资本支出水平整体位于全球铜矿成本曲线前端。

2022年全球主要铜矿成本曲线

Copper Mine Composite Costs Curve

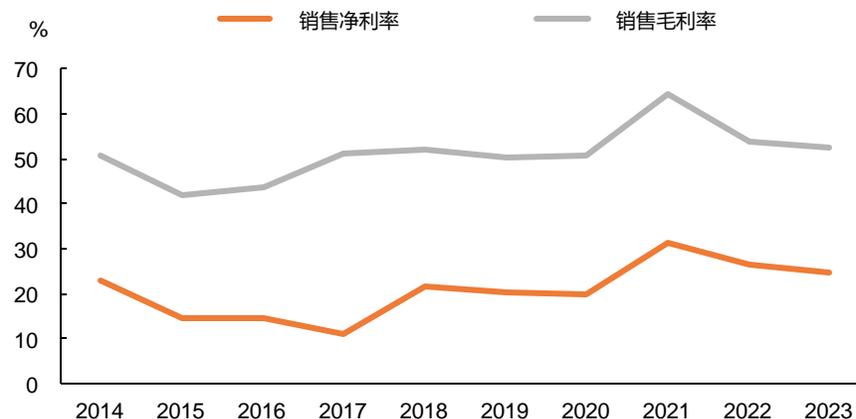
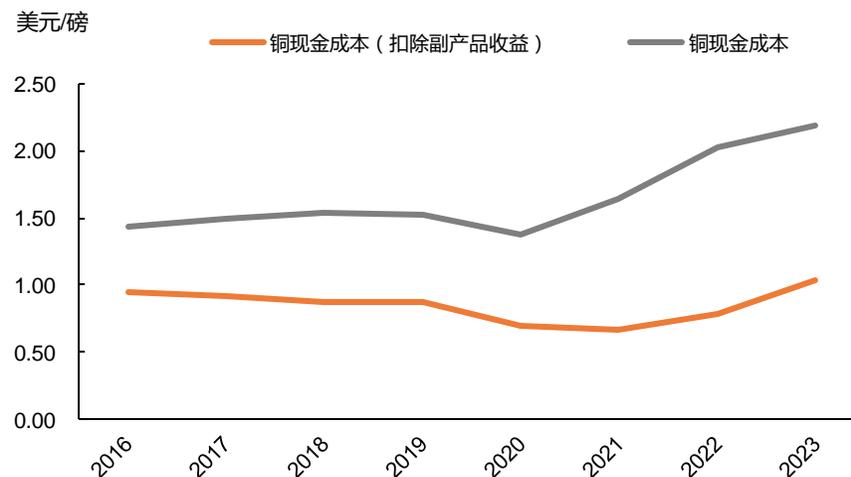
2022 COPPER MINE, COMPOSITE, C1 + SUST CAPEX
GROUPED BY COMPANY AND RANKED BY C1 + SUST CAPEX



Source: Wood Mackenzie Ltd. Dataset: 2022 Q4

资料来源：公司公告，平安证券研究所

铜现金成本及销售毛利率/净利率



南方铜业：多个项目驱动未来铜产量规模持续增长

- 2023-2026南方铜业新增21万吨/年铜矿项目产能。墨西哥项目方面，2023年Pilares实现满产，Buenvista新选矿厂预计于2024第一季度开始生产爬坡，将贡献2万吨/年铜精矿增量。EIPilar规划产能为3.6万吨湿法铜，预计2025年投产。秘鲁方面，TiaMaria规划产能为12万吨湿法铜，预计2026年投产。
- 远期项目：LOS Chancas、EL Arco以及Michiquillay等项目预计于2030年以后释放增量，远期铜增量规模约54.5万吨/年。

南方铜业核心项目规划



资料来源：公司公告，平安证券研究所



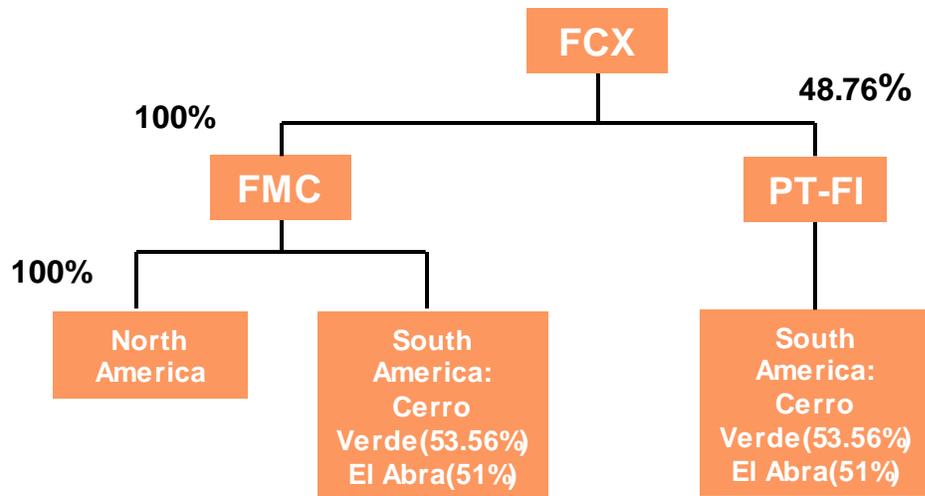
目录CONTENTS

- ◎ 海外龙头铜矿企业对比：优质矿企稀缺性凸显
- ◎ 南方铜业：储量丰富，尽享成本优势
- ◎ 自由港麦克莫兰：历史悠久，铜矿巨头稳步扩张
- ◎ 紫金矿业：跻身全球前列，成长动能持续释放
- ◎ 结论：铜价中枢有望持续上行，龙头矿企仍待向上重估
- ◎ 投资建议及风险提示

自由港：主营铜、金、钼，资源储量丰富

- 自由港麦克莫兰成立于1987年，主营铜、金以及钼金属，业务主要覆盖北美、南美及印尼三个区域。北美主要有亚利桑那州的Morenci、Bagdad、Safford、Sierrita和Miami，以及新墨西哥州的Chino和Tyrone七个铜矿；南美铜矿为秘鲁的CerroVerde铜矿（公司持股53.56%）和智利的ElAbra铜矿（公司持股51%），产品形式主要以铜精矿为主；印尼项目为大型铜金矿Grasberg（FCX持股48.76%），精矿以长协销售为主。
- 截至2023年，公司铜权益储量达3406.48万吨，钼权益储量136.98万吨。

公司股权结构（截至2023/12/31）



自由港主营金属金属证实+可信储量

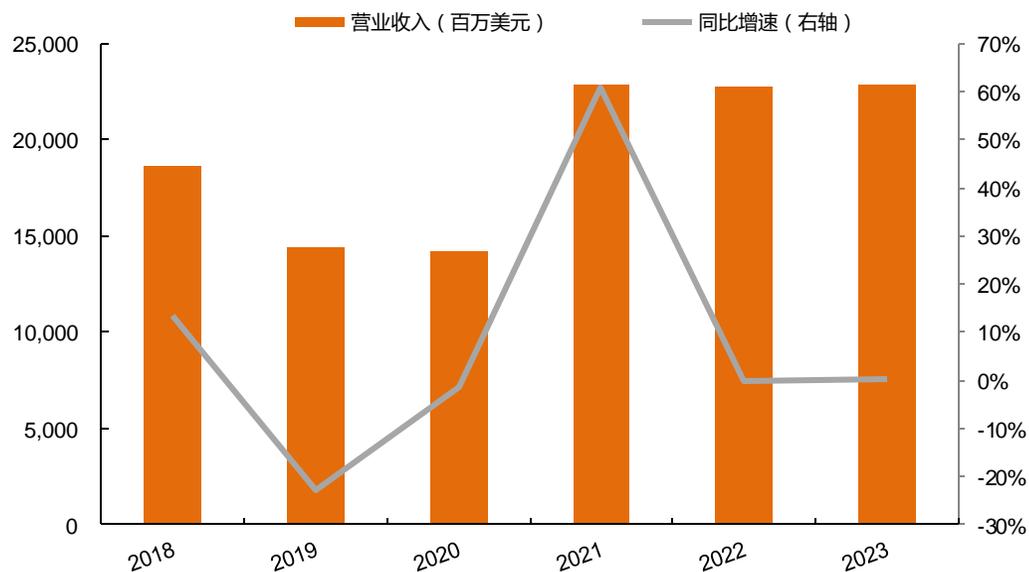
	铜（万吨）	金（吨）	钼（万吨）
北美	2027.56	18.66	120.66
南美	1383.46	-	30.84
印尼	1315.42	743.37	-
并表口径	4721.90	762.04	151.5
权益口径	3406.48	379.46	136.98

资料来源：公司公告，平安证券研究所

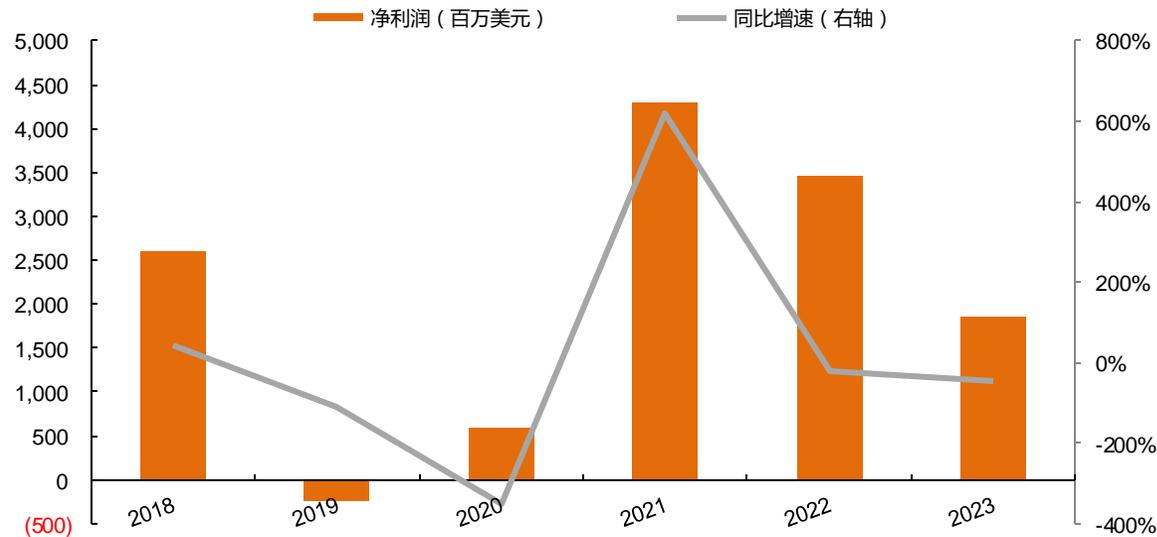
自由港：近年来营收规模相对平稳

- 2021-2023年公司营收规模达228.45、227.8、228.55亿美元，同比变动+60.9%、-0.28%、0.33%；营业收入波动较小。2021-2023归母净利润43.06、34.68、18.48亿美元，同比变动+618.86%、-19.46%、-46.71%。
- 2023年公司归母净利润同比下降46.7%，主要由于公司对印尼PT-FI公司持股下降。（2023年之前股权占比81.28%，之后股权占比下降至48.76%）

营收及同比



净利润及同比

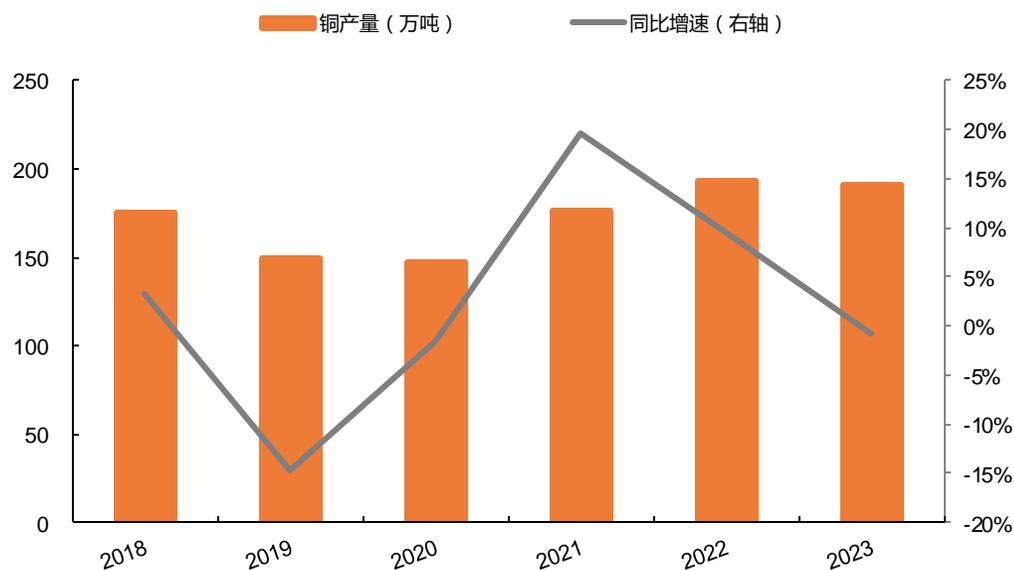


资料来源：公司公告，平安证券研究所

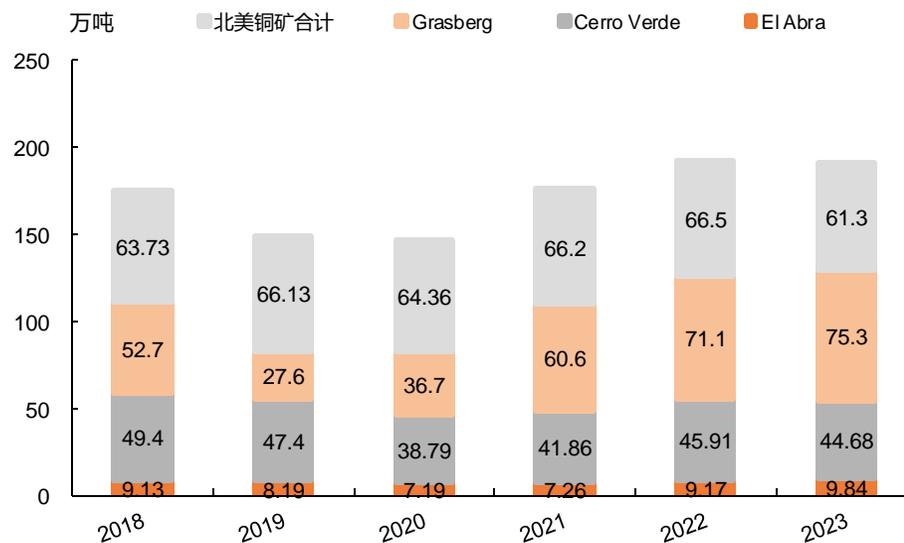
自由港：Grasberg贡献近年主要铜增量

- 铜、金、钼为公司主营金属品种，2021-2023年公司铜合并报表产量为：175.96、192.7、191.12万吨，产量规模处于全球领先水平。结构上来看，2023年北美、南美以及印尼铜产量分别为61.3、54.52、75.3万吨，占比分别为32.1%、28.5%以及39.4%，印尼业务受益于Grasberg产能爬坡，近年来铜产量占比逐步提升。
- 根据公司未来产量指引，预计2024-2026铜产量为186、191、195万吨，金62.2、46.7、46.7吨，钼3.9、4.1、4.1万吨。

铜产量及同比增速



铜产量结构

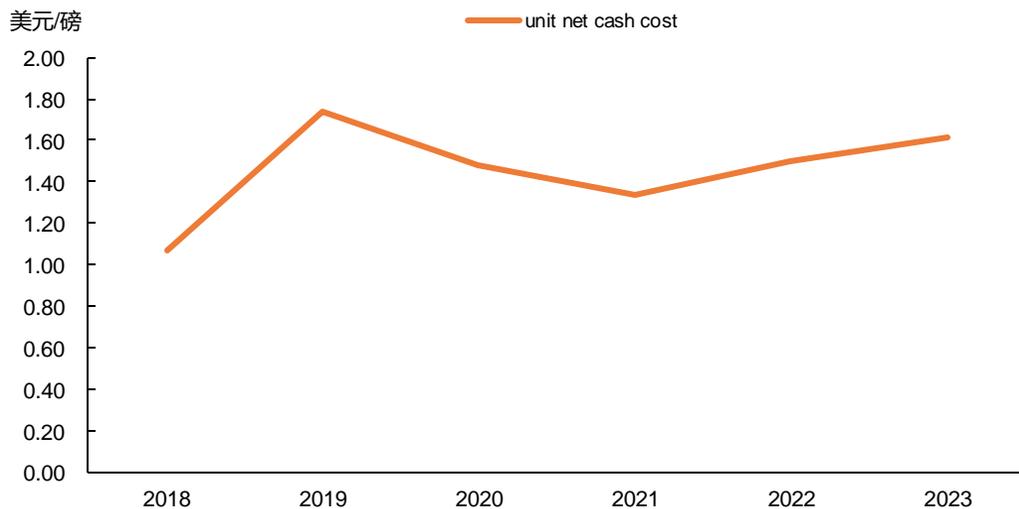


资料来源：公司公告，平安证券研究所

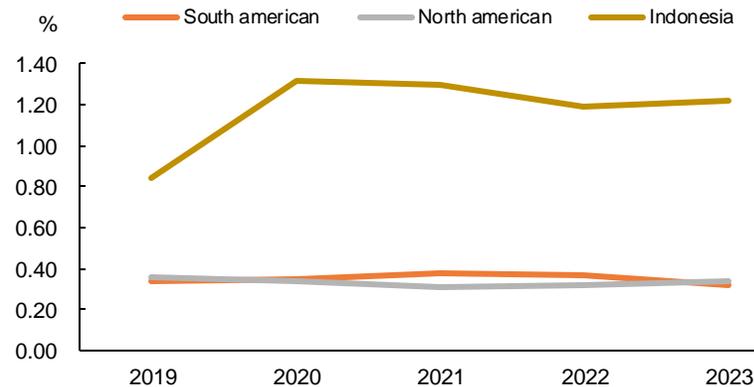
自由港：资源禀赋优越，2023年印尼铜现金成本仅0.1美元/磅

- 印尼Grasberg成本优势显著。2023年自由港铜现金成本1.61美元/磅，较2022年小幅上升。结构上来看，公司不同区域项目成本差异较大，2023年北美及南美地区成本分别为2.63、2.38美元/磅，印尼成本仅为0.1美元/磅，基本位于全球铜矿成本曲线最左侧，低成本主要得益于高矿石品位，对比来看，2023年印尼铜矿品位1.22%，北美及南美铜矿品位分别为0.34%、0.32%。

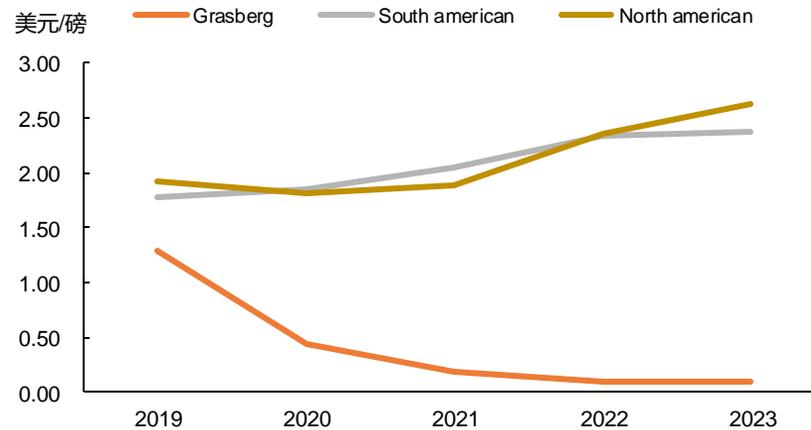
近年来铜现金成本



各区域铜矿品位



各区域铜现金成本

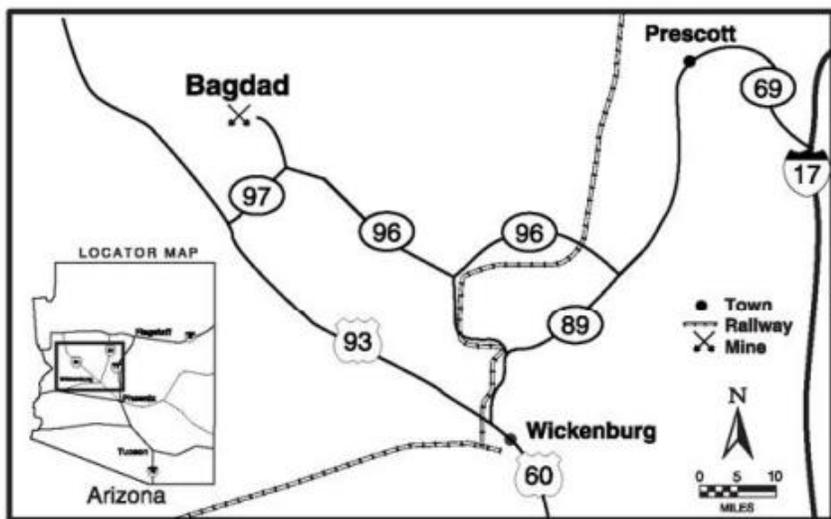


资料来源：公司公告，平安证券研究所

自由港：北美及印尼项目将贡献未来主要增量

- 自由港未来增量项目主要包括北美矿区Bagdad选矿厂的选矿能力扩大，印尼矿区改造项目以及远期放量的Kucing Liar矿山项目。
- 印尼回收项目：预计将于2024年下半年完成，每年可增加约6000万磅铜（2.72万吨）和4万盎司黄金的产量。
- 印尼Kucing Liar：矿床预计在2029年至2041年底期间将生产超过70亿磅的铜和600万盎司的黄金。生产前开发活动于2022年开始，预计将持续约10年的时间。在每天约9万吨矿石的全面开工率下，年产量预计将达到约5.6亿磅铜和52万盎司黄金。
- 北美：Bagdad的储备寿命目前超过80年，2023年底公司完成了技术和经济研究，计划将产能从每天77000吨扩大到每天165000至185000吨，预计每年将增加约2-2.5亿磅（9-11万吨）的产量，最快预计于2027年投产。

● Bagdad位置图



● Bagdad及Kucing Liar储量及品位

	处理方式	证实储量（百万吨）		平均矿石品位			
		FCX权益量	100%权益量	铜（%）	金（g/t）	钼（%）	银（g/t）
Bagdad	原矿浸出	1175	1631	0.12	-	-	-
	磨矿	2010	2010	0.35	-	0.02	1.45
	原矿浸出	12	12	0.29	-	-	-
Kucing Liar	磨矿	48	98	1.13	1.01	-	6.03

资料来源：公司公告，平安证券研究所



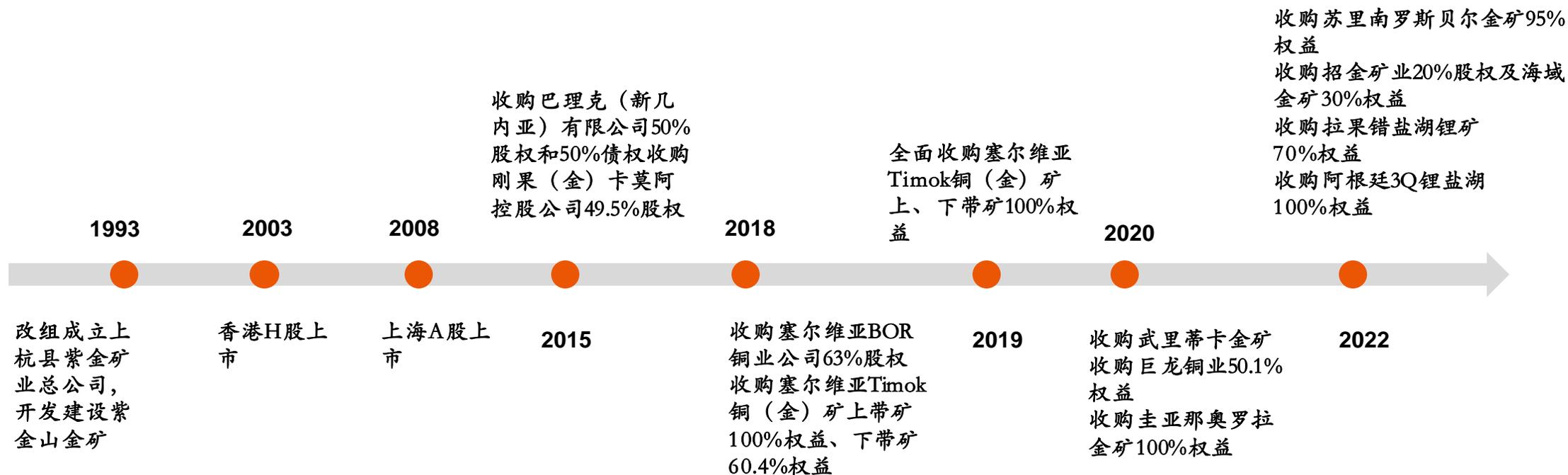
目录CONTENTS

- ◎ 海外龙头铜矿企业对比：优质矿企稀缺性凸显
- ◎ 南方铜业：储量丰富，尽享成本优势
- ◎ 自由港麦克莫兰：历史悠久，铜矿巨头稳步扩张
- ◎ 紫金矿业：跻身全球前列，成长动能持续释放
- ◎ 结论：铜价中枢有望持续上行，龙头矿企仍待向上重估
- ◎ 投资建议及风险提示

紫金矿业：精准“逆周期” 并购，成长性加速凸显

- 紫金矿业前身为1986年成立的上杭县矿产公司，1993年改组成立上杭县紫金矿业总公司，开发建设紫金山金矿。公司重点聚焦于铜、金品种，2005年之后公司实施矿产资源“逆周期”并购策略，2015年收购卡莫阿铜矿（49.5%）、2018年收购博尔铜矿及佩吉铜金矿，2020年收购武里蒂卡金矿、西藏巨龙铜矿（50.1%权益）等优质项目，持续扩大铜金资源版图。

公司发展历程

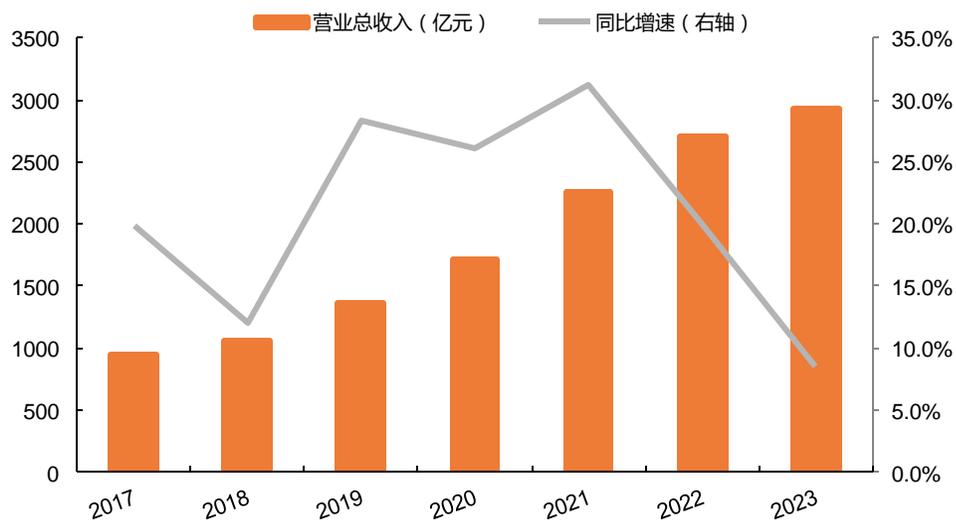


资料来源：公司公告，平安证券研究所

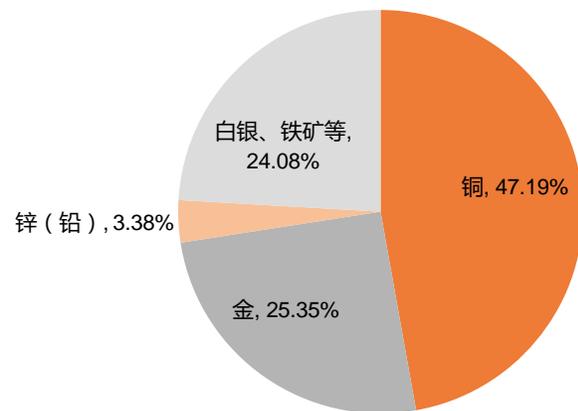
紫金矿业：铜金为“矛”，公司业绩持续增长

- 公司营收及归母净利润近年来实现持续增长。2023年，公司实现营收2934.03亿元，同比增长8.5%；归母净利润211.19亿元，同比增长5.4%。公司以铜金业务为主，2023年铜金业务贡献公司毛利超7成。2023年公司铜业务毛利占比47.19%，黄金业务占比25.35%，锌（铅）业务占比3.38%，白银、铁矿等其他产品占比24.08%。

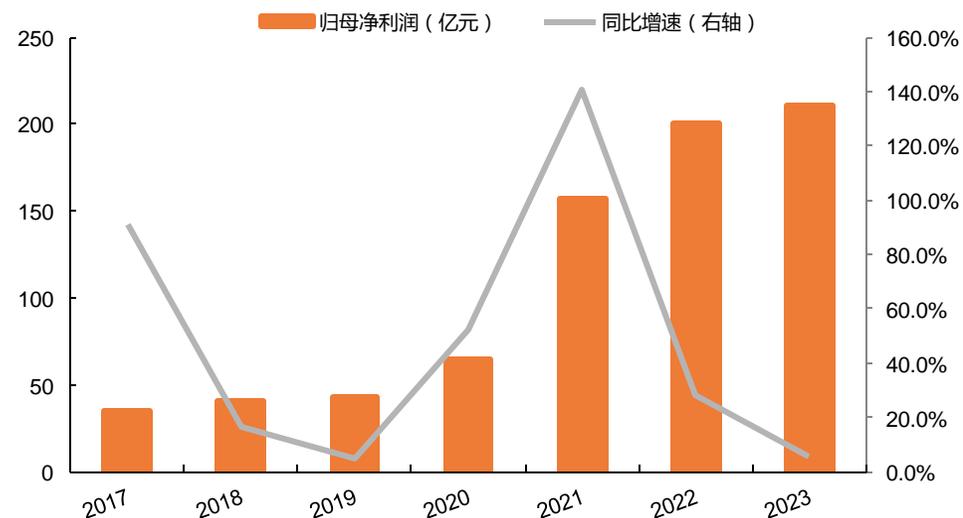
营收及同比增速



公司2023毛利结构



归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

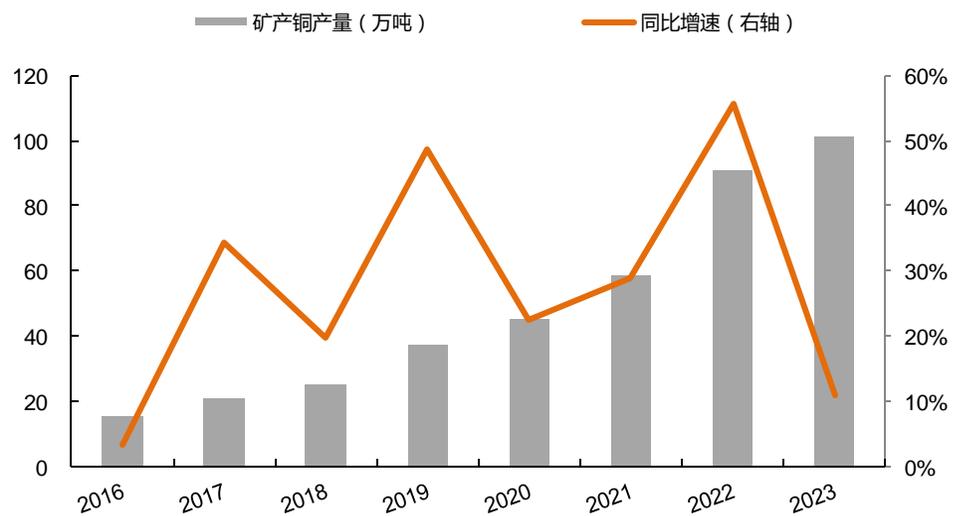
紫金矿业：资源储量丰富，铜金增量加速释放

- 公司铜金资源丰富。截至2023年底，公司铜储量3340万吨，金储量1148吨，权益储量相对中国储量占比分别达82%/37%。近年来随着新增及扩建项目逐步放量，公司铜金产量实现持续增长，2023年矿产铜产量101万吨(包括联营合营企业权益产量)，同比+11%；矿产金产量67.7吨，同比增长20.9%。

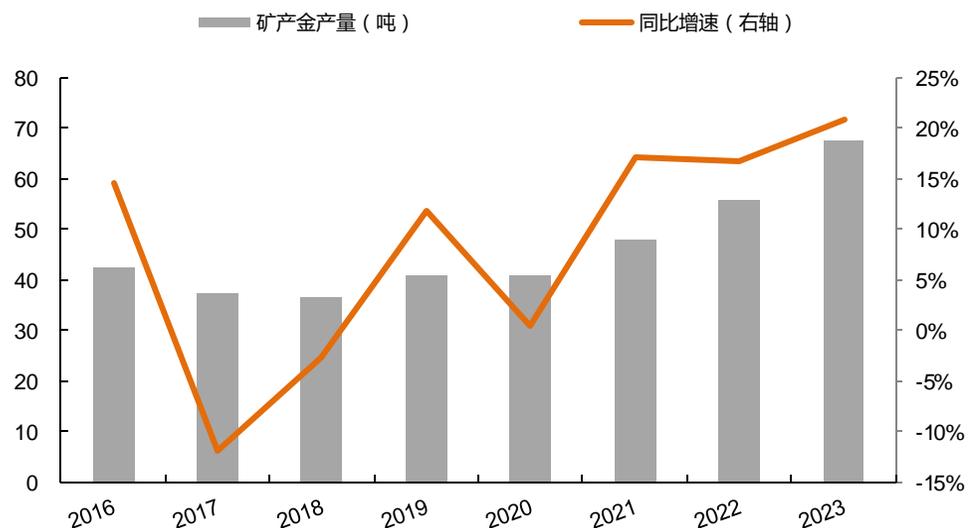
公司主要金属储量及资源量情况（截至2023年底）

	铜/万吨	金/吨	锌(铅)/万吨	碳酸锂/万吨	银/吨	钼/万吨
储量	3340	1148	470	443	1864	160
资源量	7456	2998	1068	1347	306	0.02
权益储量/中国储量	82%	37%	7%	28%	3%	27%

公司矿产铜产量及同比增速



公司矿产金产量及同比增速

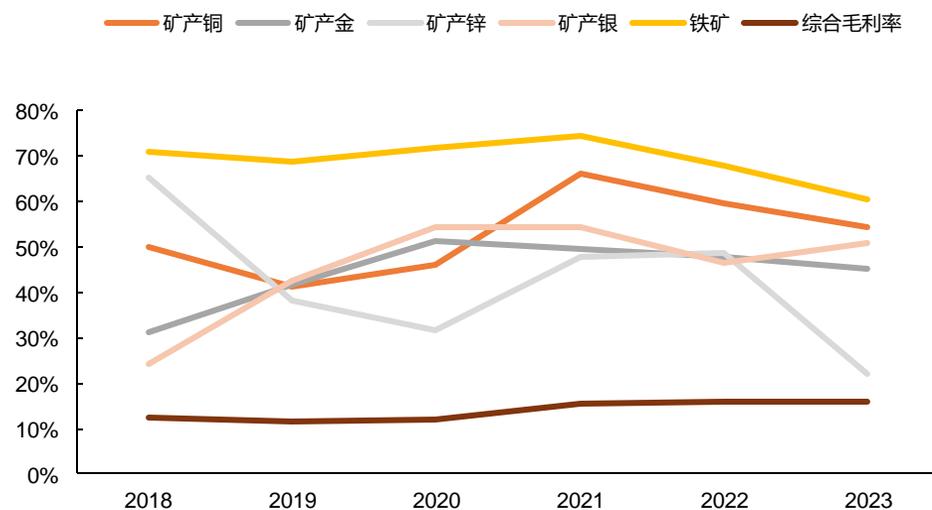


资料来源：公司公告，平安证券研究所

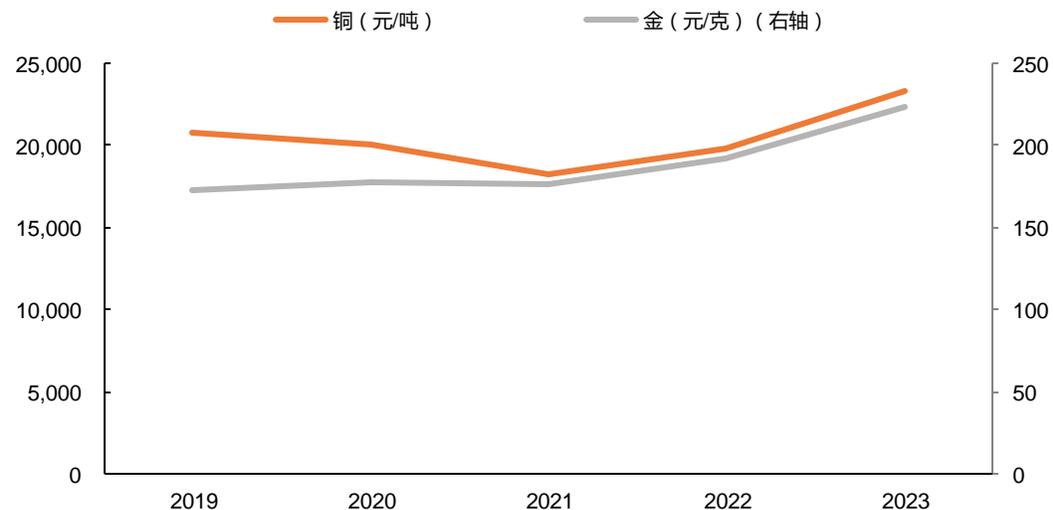
紫金矿业：成本控制能力强，毛利率维持较高水平

- 2023年公司综合毛利率15.81%，近年来维持15%以上。其中公司矿产产品毛利率较高（不包括冶炼加工），得益于金属价格抬升及公司成本较强的控制能力，铜及黄金业务毛利率总体处于高位，近三年矿产铜毛利率持续位于50%以上，黄金毛利率持续处于40%以上；2023年矿产铜业务毛利率约55%，黄金毛利率达45%。
- 公司成本控制能力较强，在近年来能源价格上涨背景下，铜金销售成本增速相对可控，2019-2023年铜单位成本复合增速仅为2.9%，黄金年复合增速为6.6%。

● 公司各产品毛利率走势



● 铜/金产品历年来销售成本



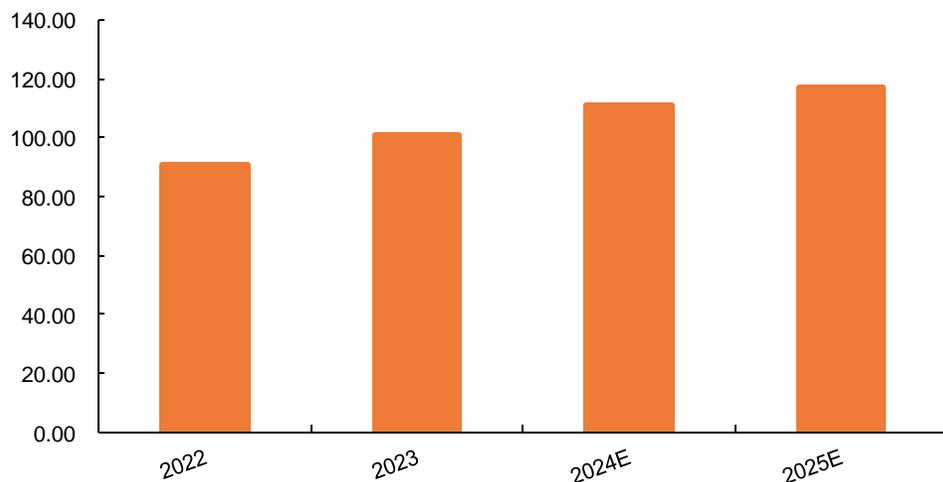
资料来源：公司公告，平安证券研究所

紫金矿业：多项目并举，高成长性持续演绎

- 根据公司公告，2024-2025年矿产铜产量预计达111万吨、117万吨；矿产金产量预计达73.5吨、90吨；矿产银420、450吨；矿产钼0.9、1.6万吨，主要金属产品产量实现持续增长。
- 铜主要增量项目包括：塞尔维亚丘卡卢 - 佩吉铜（金）矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目，2025年总体有望形成矿产铜30万吨/年产能；刚果（金）卡莫阿铜矿三期采选工程预计2024年第二季度建成投产，届时年产能将提升至60万吨铜以上；年产50万吨阳极铜冶炼厂计划2024年第四季度建成投产；西藏巨龙二期改扩建工程已获有关部门核准，建成达产后总体年采选矿石量将超过1亿吨，年矿产铜将达30-35万吨。

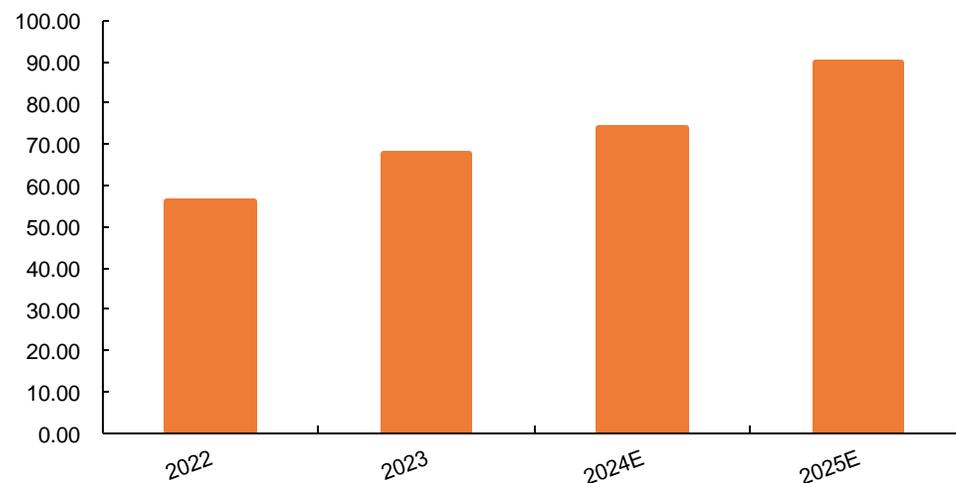
公司矿产铜产量预期

■ 矿产铜产量 (万吨)



公司矿产金产量预期

■ 矿产金产量 (吨)



资料来源：公司公告，平安证券研究所



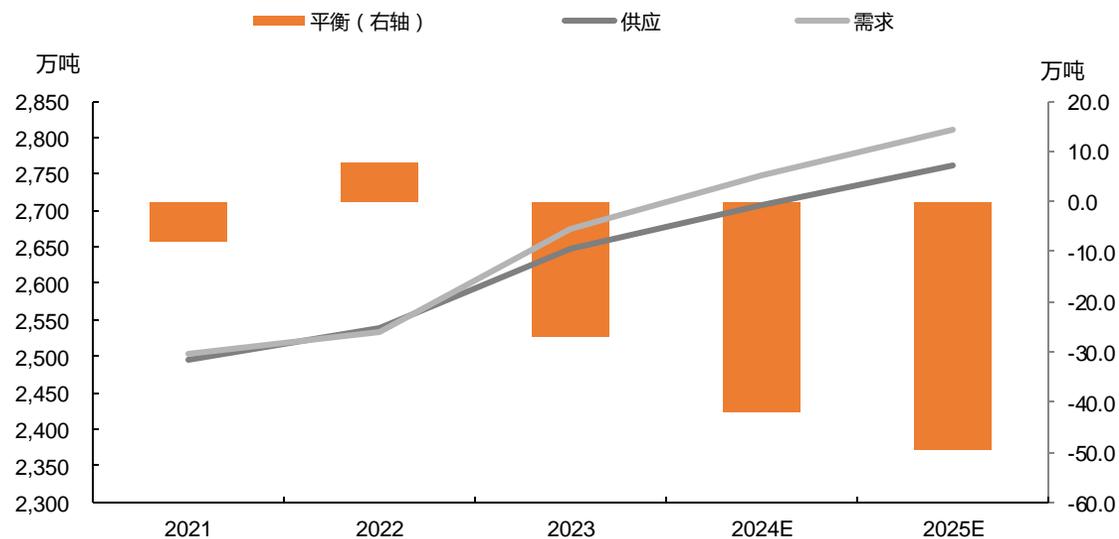
目录CONTENTS

- ◎ 海外龙头铜矿企业对比：优质矿企稀缺性凸显
- ◎ 南方铜业：储量丰富，尽享成本优势
- ◎ 自由港麦克莫兰：历史悠久，铜矿巨头稳步扩张
- ◎ 紫金矿业：跻身全球前列，成长动能持续释放
- ◎ 结论：铜价中枢有望持续上行，龙头矿企仍待向上重估
- ◎ 投资建议及风险提示

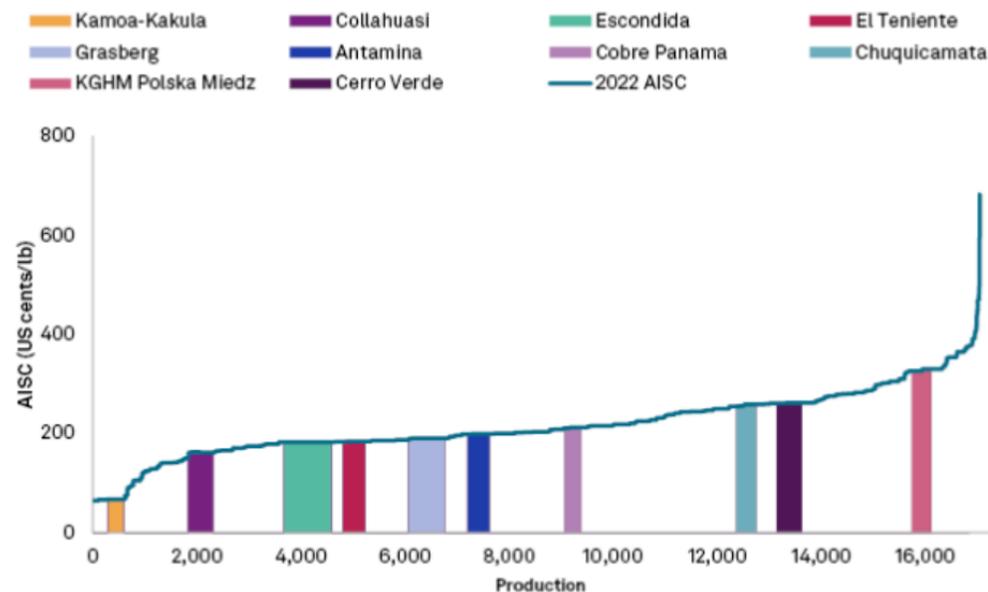
长期来看铜价仍有向上空间

- 未来两年铜短缺格局或将加剧。随着铜精矿供应增速逐步放缓，供给端瓶颈凸显。需求端随着全球制造业复苏，精铜需求有望持续增长，供弱需强格局持续下，全球精铜缺口预计将持续扩大。
- 铜价需进一步走高以刺激高成本产能释放增量供应。从全球铜矿成本曲线来看，90%分位线以上的矿山产能生产成本急剧抬升，最高超6美元/磅（折13228美元/吨），未来随着铜精矿瓶颈向精铜端逐步传导，铜价或需进一步上涨以刺激高成本的矿山产能释放增量供应，长期来看铜价中枢或仍将进一步上行。

全球铜供需平衡



2022年全球铜矿成本曲线



资料来源：S&P, SMM, 平安证券研究所

龙头铜矿标的估值有望向上重塑

- 历史表现来看，铜资源标的估值与铜价多成负相关走势，背后的核心逻辑为铜的周期性定价：高铜价刺激供给放量后，基本面或向过剩方向演绎，则高铜价不可持续。
- 区别于历史其他几轮上涨周期，本轮铜供给端瓶颈具有长期性，随着铜价中枢不断自证新高，市场预期将持续向上修正，拥有优质矿山产能，且成长性强，成本优势显著的龙头铜矿企业估值有望向上重塑。

铜价与部分龙头铜矿企业PE走势

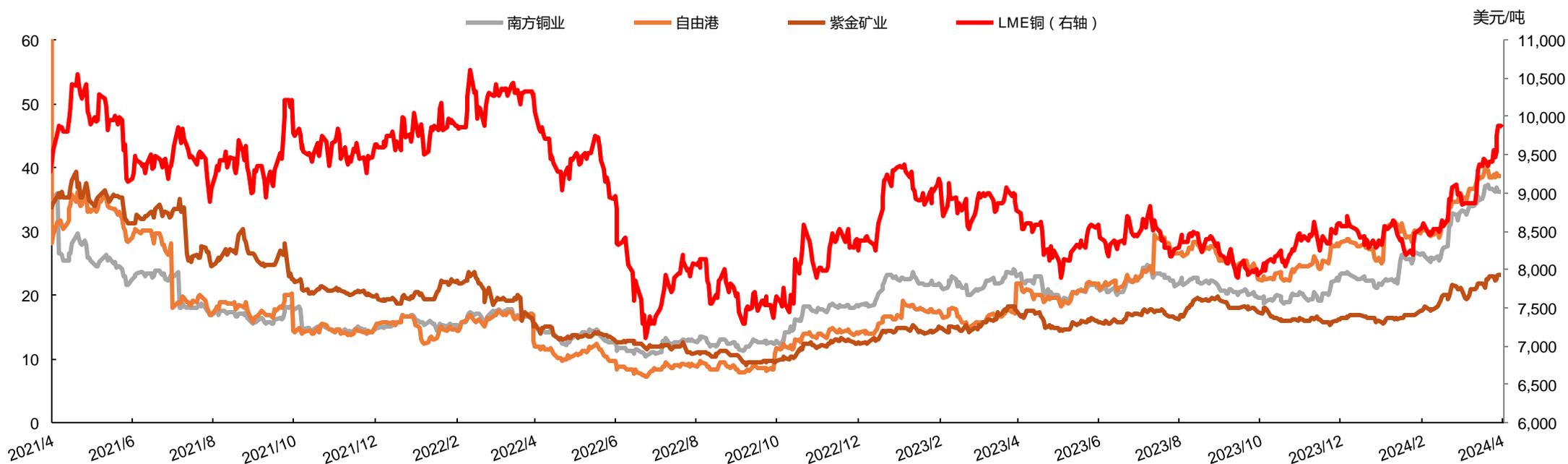


资料来源：Wind，平安证券研究所

A股龙头较海外龙头铜企仍被低估

- 全球范围来看，南方铜业、自由港与紫金矿业为铜业务纯度较高的优质龙头矿企，彼此具有相对较高的可比性。从历史表现来看，2023年之后，南方铜业与自由港相对而言具有更高的估值，2024年之后紫金矿业估值中枢则显著低于其他两家。
- 全球范围内紫金矿业在资源储量，现金成本以及成长性等方面相对海外其他龙头矿业仍有较为显著优势，当前较海外龙头铜企仍被低估，铜价中枢长期上行背景下，以紫金矿业为代表的A股优质矿企估值或逐步修复。

铜价与部分龙头铜矿企业PE走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所



目录CONTENTS

- ◎ 海外龙头铜矿企业对比：优质矿企稀缺性凸显
- ◎ 南方铜业：储量丰富，尽享成本优势
- ◎ 自由港麦克莫兰：历史悠久，铜矿巨头稳步扩张
- ◎ 紫金矿业：跻身全球前列，成长动能持续释放
- ◎ 结论：铜价中枢有望持续上行，龙头矿企仍待向上重估
- ◎ 投资建议及风险提示

投资建议

- 我们认为，本轮铜价上涨区别于历史其他几轮上涨周期，在资本开支不足的长期影响下全球铜供给短缺格局具有较长的持续性。铜价中枢有望不断自证新高，在此情形下市场预期将持续向上修正。全球范围来看，成本优势显著且具有长期成长性的龙头铜矿企业稀缺性正逐步显现，在铜价中枢抬升趋势下，优质铜矿企业估值有望向上重塑。相对于海外铜矿企业而言，紫金矿业作为近年来全球成长领先且未来动能仍强的大型铜金矿业集团，一定程度下仍被低估。铜价长期向好下，龙头矿企仍待向上重估。建议关注紫金矿业。

风险提示

- **需求超预期走弱风险。**若海外经济复苏乏力，需求将受到较大的影响，并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。
- **供应释放节奏大幅加快。**企业若出现持续大规模扩产，长期可能造成供过于求的情况，市场竞争激烈，导致行业和相关公司利润受到影响。
- **地缘政治扰动原材料价格。**受海外政治经济局势较大变动的影晌，原材料价格波动明显，进而可能影响生产企业的业绩表现。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。