

西部矿业 (601168.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 19.77 元

目标价格: 29.14 元

西部矿企龙头兼具高分红及成长性

投资要点:

➤ **公司是我国西部地区矿企龙头，多品种布局发展稳定。**公司是一家主要从事铜、铅、锌、铁、镍等有色金属采选、冶炼、贸易的公司，全资持有或控股并经营14座矿山，截至2023年底，总计拥有保有资源储量为铜金属量605万吨、铅金属量155万吨、锌金属量270万吨、铁(矿石量)30,011万吨，是我国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。

➤ **矿山+盐湖共同发力，公司仍具成长性。**1) **矿山核心增量:** ①西藏玉龙铜矿为公司铜板块主力矿山，2022年年产铜金属为13万吨，2023年4月，公司启动玉龙铜矿一二选厂技术改造提升项目，目前已完成技改，达产后玉龙铜矿铜产量有望突破15万吨，同时公司正在推进玉龙铜矿三期项目，建成后铜精矿产量有望达到20万吨；②西部铜业多金属选矿技改工程于2024年开工，投产后铅锌矿石处理量将从90万吨提升至150万吨；③双利铁矿启动路转地工程，涉及采选产能为340万吨。2) **盐湖产业链布局:** 依托西部镁业，形成镁采选+加工一体化产业链，目前盐湖提镁设计年产量达50万吨；西矿公司分别于2022年3月和2023年6月收购东台锂资源公司27%股权和泰丰先行6.29%股权，逐步形成从盐湖锂资源开发到电池正极材料生产的完整产业链。

➤ **经营业绩稳健，长期分红回馈股东。**2018年以来公司收入稳健增长，2023年公司实现营业收入427.48亿元，同比增长6.24%，实现归母净利润27.89亿元，同比下滑18.38%，营业收入达五年内最高。公司制定了科学、稳定的现金分红政策，以持续的分红比例回馈股东，公司上市以来累计现金分红71.49亿元，占累计可分配利润的56.16%，位于同行业前列。2023年公司共计分红11.9亿元，占归属母公司可分配利润的43%。

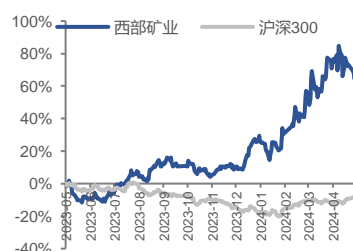
➤ **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司2024-2026年归母净利分别为38.6/46.0/53.3亿元，对应EPS为1.62/1.93/2.24元/股。选取中金岭南、紫金矿业、洛阳钼业作为可比公司，以2024年5月9日收盘价计算，可比公司24-25年预测PE均值分别为18/16/14倍，参考可比公司，2024年给予公司18倍估值，对应目标价29.14，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示:** 金属价格不及预期，项目进展不及预期

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2383/2383
总市值/流通市值(百万元)	47112/47112
每股净资产(元)	6.73
资产负债率(%)	59.45
一年内最高/最低(元)	21.46/10.26

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号: S0210522090001

邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,762	42,748	50,337	54,153	57,228
增长率	4%	8%	18%	8%	6%
净利润(百万元)	3,446	2,789	3,857	4,603	5,331
增长率	18%	-19%	38%	19%	16%
EPS(元/股)	1.45	1.17	1.62	1.93	2.24
市盈率(P/E)	13.7	16.9	12.2	10.2	8.8
市净率(P/B)	2.9	3.1	2.6	2.2	1.9

数据来源:公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

量：矿山方面，随着玉龙铜矿改扩建项目的放量以及三期扩建的投产，预计铜精矿产量将稳步提升，假设 24-26 年产量分别为 15.9/18.0/20.0 万吨，铅锌精矿受品位下滑影响，假设 24-26 年铅精矿产量维持在 5.2 万吨，锌精矿产量维持在 11.0 万吨。冶炼方面，假设未来两年电解铜、电铅、锌锭产量均维持 24 年公司计划水平，分别为 21.8/3.6/12.5 万吨。假设产销率均为 100%。

价：铜受宏观和基本面双向好，价格中枢有望上移，预计 24-26 年电解铜价格为 7.5/7.8/8.0 万元/吨，铜精矿价格为 7.1/7.5/7.7 万元/吨；锌未来整体供需偏松，但是矿端成本支撑锌价，预计 24-26 年维持在 2.2 万元/吨，锌精矿价格维持在 1.6 万元/吨；铅未来整体供需紧平衡，预计平均价格维持在 1.55 万元/吨，铅精矿价格维持在 1.37 万元/吨。

利：铜板块：未来随着玉龙铜矿的放量及铜价的提升，铜板块毛利率上移，假设 24-26 年铜板块毛利率分为 18.9%/21.2%/23.4%。铅板块：考虑到矿山品位下滑影响，铅精矿成本预计将会增加，假设铅板块 24-26 年毛利率为 22.7%/21.1%/19.6%。锌板块：考虑到矿山品位下滑影响，锌精矿成本预计将会增加，假设锌板块 24-26 年毛利率为 11.9%/10.2%/8.4%。

投资亮点：

- 1) 高成长性：**公司积极扩建玉龙铜矿，当前玉龙铜矿铜产能为 15 万吨/年，三期改扩建完成后至少能带来 5 万吨增量，增幅 33%。
- 2) 高分红：**近两年，在市场风格剧烈切换的背景下，高股息成为市场关注的焦点。公司制定了科学、稳定的现金分红政策，以持续的分红比例回馈股东，公司上市以来累计现金分红 71.49 亿元，占累计可分配利润的 56.16%，位于同行业前列。2023 年公司共计分红 11.9 亿元，占归属母公司可分配利润的 43%。

股价上涨的催化因素

铜铅锌价格上涨超预期，玉龙铜矿改扩建项目爬坡超预期等。

估值与目标价

我们预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 38.6/46.0/53.3 亿元，对应 EPS 为 1.62/1.93/2.24 元/股。选取中金岭南、紫金矿业、洛阳钼业作为可比公司，以 2024 年 5 月 9 日收盘价计算，可比公司 24-25 年预测 PE 均值分别为 18/16/14 倍，参考可比公司，2024 年给予公司 18 倍估值，对应目标价 29.14，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

金属价格不及预期，项目进展不及预期

正文目录

1	西部矿企龙头，业务稳健发展	5
1.1	西部最大有色金属矿业公司	5
1.2	公司经营稳健，高分红比例回馈股东	6
2	公司：多品种矿山稳定发力，拓展资源品种助力公司成长	7
2.1	矿山业务：坐拥多座优质矿山，铜铅锌铁共同发展	8
2.1.1	铜板块：玉龙铜矿技改完成，铜采选能力再度提升	9
2.1.2	铅锌板块：矿山资源优质，地址找矿增加资源量	11
2.1.3	铁板块：资源储备丰富，采选力度加大	12
2.2	盐湖业务：背靠盐湖资源，镁、锂协同发展	13
2.2.1	镁板块：背靠团结湖资源，打造镁产业链	13
2.2.2	锂板块：积极布局锂资源，打造新利润增长点	13
2.3	冶炼业务：做精冶炼板块，形成全面布局	15
3	行业：双属性共振，铜价将迎新涨势	16
3.1	铜矿扩建项目陆续投产带动铜供应持续增长	17
3.2	新能源需求拉动边际增量	20
3.3	供需紧平衡，铜价有支撑	23
4	盈利预测及估值	25
4.1	核心假设	25
4.2	盈利预测	25
4.3	估值及投资建议	26
5	风险提示	27

图表目录

图表 1:	公司主要产业布局	5
图表 2:	公司股权关系图 (截止 2023 年年报)	5
图表 3:	公司营业收入情况 (亿元)	6
图表 4:	公司归母净利润 (亿元)	6
图表 5:	2018-2023 年公司营业收入构成 (百万元)	6
图表 6:	2018-2023 年公司毛利构成 (百万元)	6
图表 7:	期间费用 (亿元)	7
图表 8:	公司分红情况	7
图表 9:	公司主要业务分布	8
图表 10:	公司自有矿山的基本情况 (截止 2023 年底)	8
图表 11:	2018-2023 年公司铜精矿产量	9
图表 12:	玉龙铜矿和获各琦铜矿基本情况 (截至 2023 年底)	10
图表 13:	玉龙铜业和西部矿业净利润 (亿元)	10
图表 14:	公司铅锌矿基本情况 (截至 2023 年底)	11
图表 15:	2018-2023 年铅精矿产量	11
图表 16:	2018-2023 年锌精矿产量	11
图表 17:	公司铁矿基本情况 (截至 2023 年底)	12
图表 18:	2018-2023 年铁精粉产量	12
图表 19:	公司镁盐湖基本情况 (截至 2023 年底)	13
图表 20:	公司持有东台锂资源股权情况	14
图表 21:	东台吉乃尔湖盐湖资源情况 (截至 2021 年 11 月)	14
图表 22:	公司主要冶炼项目情况	16

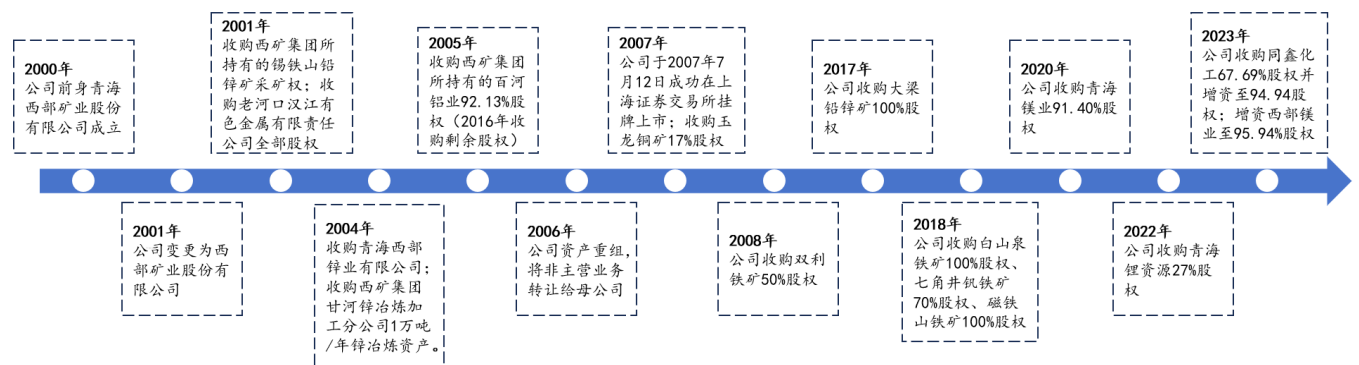
图表 23: 公司冶炼产品产量 (万吨)	16
图表 24: 2023 年全球铜矿资源储量结构	17
图表 25: 2023 年全球铜矿产量分布	17
图表 26: 2023 年全球主要国家铜矿储采比/年	17
图表 27: 全球铜矿产量和同比增速	18
图表 28: 铜矿山平均品位	18
图表 29: 铜矿企业资本开支受铜价影响	18
图表 30: 铜矿产能新增滞后于资本开支 3-5 年	18
图表 31: 24-26 年铜矿新增项目统计	19
图表 32: 全球再生铜产量	19
图表 33: 全球铜下游消费结构	20
图表 34: 我国铜下游消费结构	20
图表 35: 全球精炼铜消费量及同比	21
图表 36: 中国空调、冰箱产量	21
图表 37: 中国传统汽车产量	21
图表 38: 房地产月度开工面积 (万平方米)	22
图表 39: 房地产月度竣工面积 (万平方米)	22
图表 40: 新能源铜需求测算	22
图表 41: 全球精炼铜需求预测 (万吨)	23
图表 42: 全球精炼铜供需平衡表 (万吨)	23
图表 43: 铜价与美元指数呈负相关	24
图表 44: 核心 CPI 持续回落	24
图表 45: CME 联储观察工具显示加息基本结束 (截至 2024 年 5 月 8 日)	24
图表 46: 盈利预测	26
图表 47: 可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 13 日)	27
图表 48: 财务预测摘要	28

1 西部矿企龙头，业务稳健发展

1.1 西部最大有色金属矿业公司

西部矿业股份有限公司是一家主要从事铜、铅、锌、铁、镍、钒、钼等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、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的西部领先有色金属矿业公司，总部位于青海省西宁市，2000年5月由锡铁山矿务局改制成立，2006年，公司进行资产重组，将多项非主营业务转让至西矿集团，2007年7月12日在上海证券交易所挂牌上市。公司聚焦布局多种有色金属矿产资源，2007年以来，陆续收购玉龙铜矿、双利铁矿、大梁铅锌矿等系列矿山，目前是我国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。

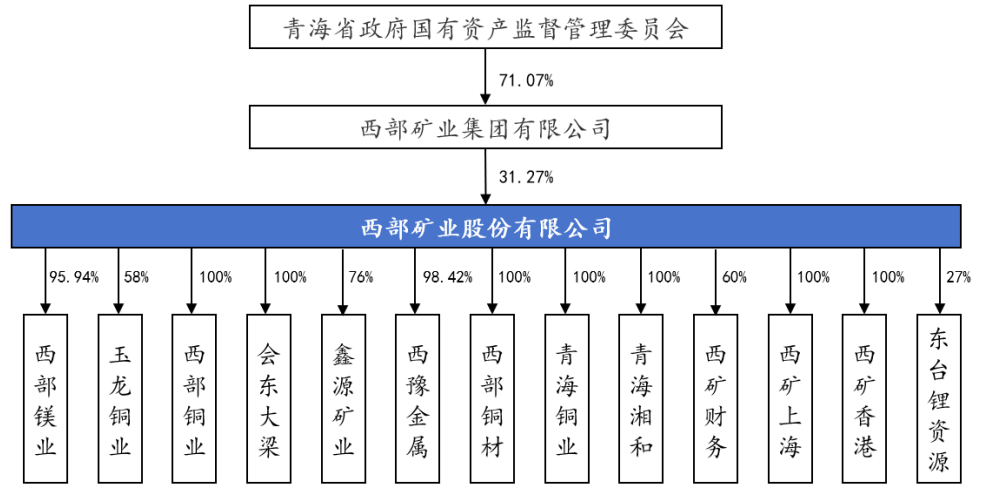
图表 1：公司主要产业布局



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司背靠西矿集团，实际控制人为青海省国资委。公司控股股东为西部矿业集团有限公司，持有公司 31.27% 股权。青海省国资委持有西部矿业集团 71.07% 的股份，为公司实际控制人。西矿公司旗下众多子公司和控股公司分工明确，分别从事铜铅锌采选及冶炼、金融服务和贸易。

图表 2：公司股权关系图（截止 2023 年年报）

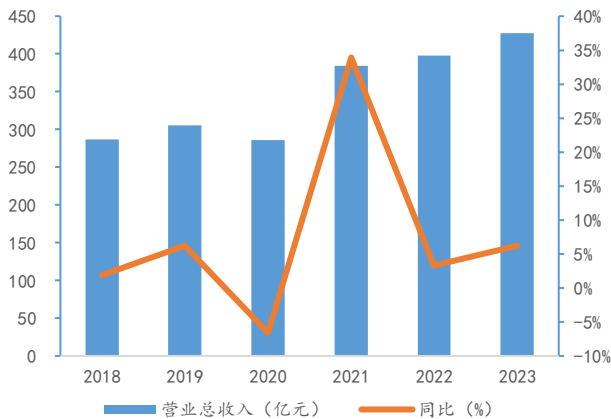


数据来源：WIND，华福证券研究所

1.2 公司经营稳健，高分红比例回馈股东

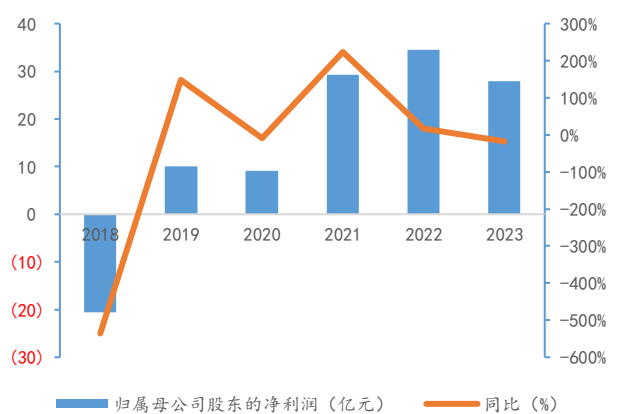
公司经营业绩稳健提升。2018年以来公司收入稳健增长，2023年公司实现营业收入427.5亿元，同比增长6.24%。受锂价下跌影响，23年锂资源公司27%股权投资收益同比-3.3亿元，同时由于玉龙铜业因一、二选厂技改需要对部分资产进行报废处置，营业外支出增加3.7亿，23年公司实现归母净利润27.9亿元，同比-18.38%。

图表 3：公司营业收入情况（亿元）



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 4：公司归母净利润（亿元）

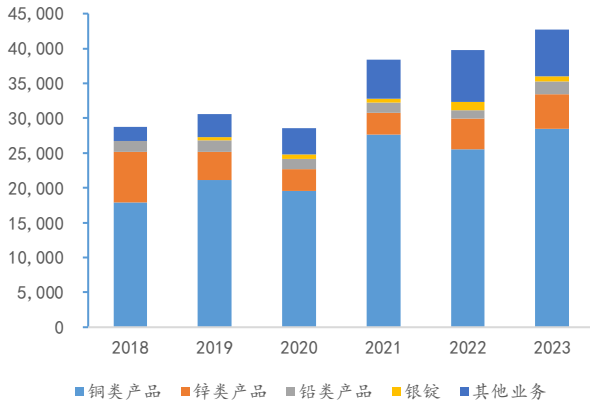


数据来源：WIND，华福证券研究所

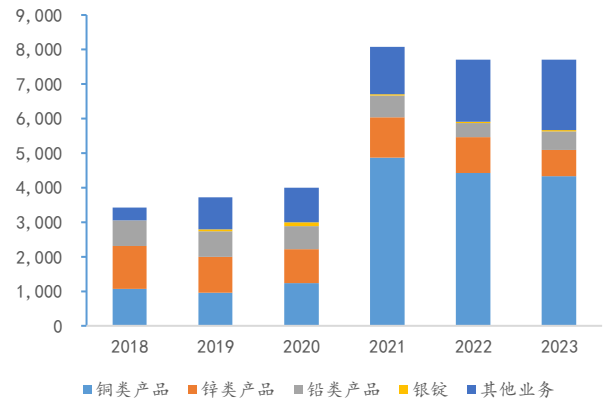
业务结构稳定，铜产品贡献主要业绩。公司铜业务根基雄厚，铜产品是公司最重要业绩贡献点，2023年铜产品收入占公司营业收入达66.6%，毛利占比达56.2%，在各项业务中保持第一。除铜主业之外，铅锌产品为公司主要的业绩贡献点，但受矿山品位影响，贡献毛利逐步收缩，占比逐年下滑，其中锌产品毛利占比从2018年36.3%下降至2023年9.9%；铅产品毛利占比从2018年的21.2%下降至2023年6.9%。

图表 5：2018-2023 年公司营业收入构成（百万元）

图表 6：2018-2023 年公司毛利构成（百万元）



数据来源：WIND，华福证券研究所

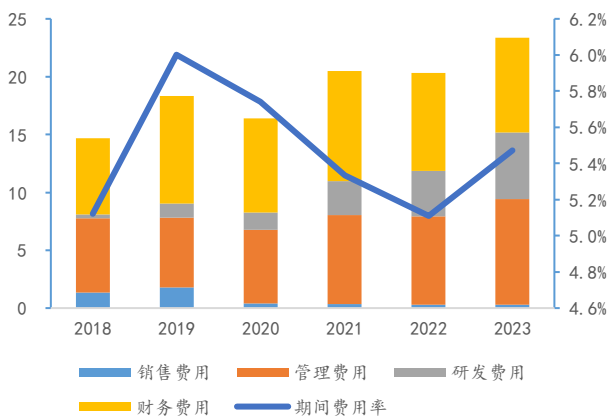


数据来源：WIND，华福证券研究所

公司重视降本增效，期间费用率稳步下降。近年来公司的销售和财务费用率稳中有降，其中销售费用率由2019年的0.59%下降至0.07%，财务费用率由2019年的3.04%下降至1.92%。管理费用在2%上下波动，2023年管理费用率为2.13%，同比+0.21pct，主要由于员工成本增加所致。公司重视研发，不断加强高端人才引进，研发费用率逐年提升，2023年研发费用率为1.34%，较2018年的0.11%提升1.23pct。

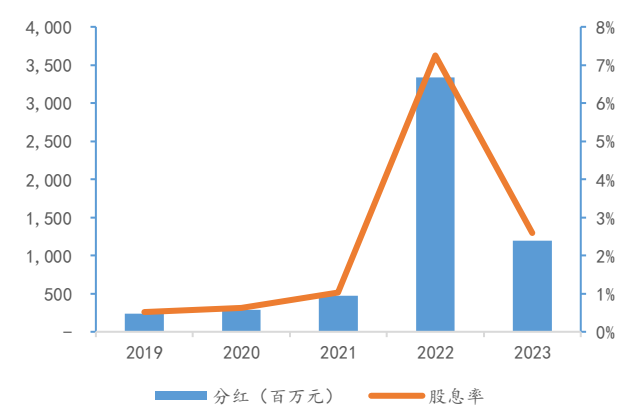
长期分红回馈股东。公司制定了科学、稳定的现金分红政策，以持续的分红比例回馈股东，公司上市以来累计现金分红71.49亿元，占累计可分配利润的56.16%，位于同行业前列。公司2023年度利润分配方案为每10股派发现金股利5元，共计分配11.9亿元，现金分红占年度可分配利润的43%。同时公司发布24-26年股东回报规划，承诺在当年盈利且未分配利润为正的情况下，近三年现金累计分红不少于近三年实现的可分配平均利润的30%。

图表 7：期间费用（亿元）



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 8：公司分红情况



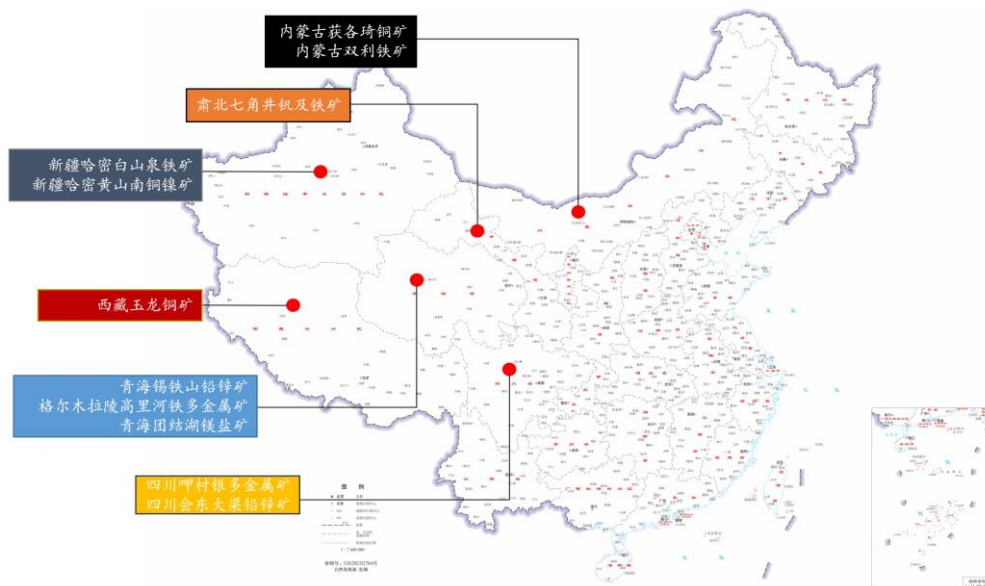
数据来源：WIND，华福证券研究所

2 公司：多品种矿山稳定发力，拓展资源品种助力公司成长

公司共有五大业务板块，矿山、冶炼、盐湖化工为核心。公司五大业务板块分别

为矿山、冶炼、盐湖化工、贸易和金融，其中矿山、冶炼、盐湖化工为核心业务，贡献毛利占比达 97%。公司三大核心业务集中于西北区域，目前公司全资持有或控股并经营 14 座矿山，其中，有色金属矿山 7 座、铁及铁多金属矿山 6 座、盐湖矿山 1 座，持有或控股冶炼厂 6 家，分别从事电铅、电解铜、锌锭等冶炼。

图表 9：公司主要业务分布



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2.1 矿山业务：坐拥多座优质矿山，铜铅锌铁共同发展

公司具备众多优质矿山，有色金属资源丰富。目前公司已形成了国内青海、西藏、四川、内蒙古、甘肃及新疆的资源区域布局，其中，有色金属矿山 7 座、铁及铁多金属矿山 6 座、盐湖矿山 1 座，分别为青海锡铁山铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、甘肃肃北七角井钒铁矿、青海格尔木磁铁山铁矿、青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木它温查汉西铁多金属矿、青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿、青海格尔木团结湖镁盐矿、四川呷村银多金属矿、四川会东大梁铅锌矿、西藏玉龙铜矿及新疆瑞伦铜镍矿，主要金属品种为铜、铅、锌、铁、镍、镁。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 万吨、锌金属量 270 万吨、钼金属量 37 万吨、五氧化二钒 64 万吨、镍金属量 27 万吨、金金属量 12.8 吨、银金属量 2095 吨，铁（矿石量）30011 万吨，氯化镁 3,046 万吨。

图表 10：公司自有矿山的基本情况（截止 2023 年底）

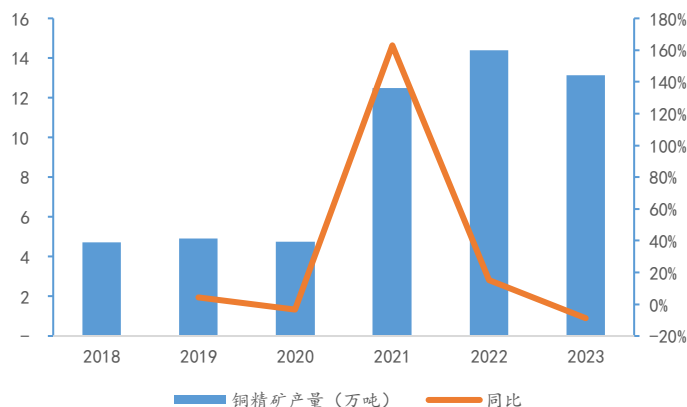
矿山名称	权益	主要品种	资源量/万吨	保有储量/万吨	品位	年产量/万吨	剩余可开采年限
内蒙古双利铁矿	100%	铁	7,297.42	6,884.65	24.10%	340	20
哈密白山泉铁矿	100%	铁	2,379.17	1,981.82	27.47%	140	14
肃北七角井钒铁矿	100%	钒、铁	铁：11,056.13 钒：7,073.49	铁：9,525.87 钒：6,472.85	铁：31.42% 钒：0.91%	380	铁：33 钒：202
四川呷村银多金属矿	76%	铜、铅、 锌、金、银	647.14	577.37	铜：0.21% 铅锌：7.78% 银：45.38g/t	80	10
四川会东大梁铅锌矿	100%	铅、锌	280.94	273.12	5.25%	66	5
西藏玉龙铜矿	58%	铜	85,458.30	84,514.50	0.65%	1989	40
新疆瑞伦铜镍矿	80%	镍、铜	7,817.08	6,801.45	镍：0.31% 铜： 0.06%	111	136
内蒙古获各琦铜矿	100%	铜、铅、锌	铜：2,995.14 铅锌：4,309.63	铜：2,572.8 铅锌：3,581.95	铜：0.85% 铅锌：2.76%	450	铜：16 铅锌：23
青海锡铁山铅锌矿	100%	铅、锌	1,839.17	1,628.46	7.96%	150	13
青海锡铁山中间沟-断层沟	100%	铅、锌	203.19	137.45	5.42%	20	7
青海拉陵高里河下游铁多金属矿	80%	铁、铜、 铅、锌	1,091.34	1005	23.75%	75	15
青海团结湖镁盐矿	91.40%	镁盐	3,046.25	3,046.25	MgCl ₂ :36.11%	50	12

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.1.1 铜板块：玉龙铜矿技改完成，铜采选能力再度提升

公司铜板块主力矿山为西藏玉龙铜矿和内蒙古获各琦铜矿，根据 2023 年年报，设计产能合计 2439 万吨，其中玉龙铜矿设计产能为 1989 万吨，获各琦铜矿设计产能 450 万吨。2021 年铜精矿产量大幅增长，主要得益于玉龙铜矿改扩建项目的顺利投产，随着产能的不断释放，2022 年公司铜精矿产量达 14.4 万吨，同比增长 15.3%，2023 年受部分矿山季节性限电及技改影响，铜精矿产量下滑至 13.13 万吨，完成计划的 99%。

图表 11：2018-2023 公司铜精矿产量



数据来源：公司年报，华福证券研究所

玉龙铜矿积极推动三期项目，铜产量有望达 20 万吨。玉龙铜矿位于西藏自治区昌都地区江达县青泥洞乡，处于西藏自治区东北部，是我国目前保有储量最大的班岩、矽卡岩复合型铜矿，公司拥有其 58%的股权。根据 2023 年年报，玉龙铜矿的铜矿石资源量 85,458.3 万吨，保有储量 84,514.5 万吨，为国内第二大单体铜矿，同时伴生钼金属。玉龙铜矿 2016 年完成一期项目建设，2020 年 12 月完成二期改扩建工程，年矿石处理能力达 1989 万吨，年产铜金属 13 万吨。2023 年 4 月，公司启动玉龙铜矿一二选厂技术改造提升项目，11 月完成技改，达产后玉龙铜业的矿石处理能力可以达到 2280 万吨，铜产量有望突破 15 万吨。此外，公司正在推进玉龙铜矿三期工程前期手续办理工作，玉龙铜矿三期改扩建项目建成后，开采规模将达到 3000 万吨/年，对应铜金属量约 20 万吨/年。

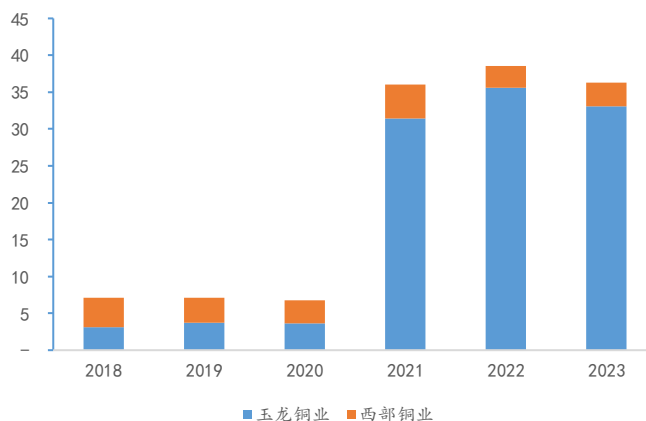
内蒙古获各琦铜矿是国内储量第六大的铜矿，公司持有 100%股权。获各琦铜矿位于内蒙古自治区巴彦淖尔市乌拉特后旗境内，矿山原采用露天开采，2005 年转为地下开采，目前由子公司西部铜业全资控股。根据 2023 年年报，该矿铜矿石资源量 2,995 万吨，保有储量 2,573 万吨，平均品位 0.85%，年矿石处理能力达 450 万吨，对应年产铜约 1.5 万吨。

图表 12：玉龙铜矿和获各琦铜矿基本情况（截至 2023 年底）

矿山名称	主要品种	资源量/万吨	保有储量/万吨	开采方式	品位	年产量/万吨	权益
西藏玉龙铜矿	铜	85,458.3	84,514.5	露天开采	0.65%	1989	58%
获各琦铜矿	铜、铅、锌	铜：2,995.1 铅锌：4,309.6	铜：2,572.8 铅锌：3,581.95	地下开采	铜：0.85% 铅锌：2.76%	450	100%

数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 13：玉龙铜业和西部矿业净利润（亿元）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2.1.2 铅锌板块：矿山资源优质，地址找矿增加资源量

公司核心铅锌矿共五座，锡铁山铅锌矿为主力。公司铅锌矿主要有青海锡铁山铅锌矿、四川会东大梁铅锌矿、四川呷村银多金属矿、青海大柴旦中间沟一断层沟铅锌矿和内蒙古获各琦铜矿。根据 2023 年报，公司总计拥有保有资源储量为铅金属量 155 万吨、锌金属量 270 万吨。其中，锡铁山铅锌矿是中国第二大单体铅锌矿，是公司铅锌生产的主力矿山，现有资源量 1,839.17 万吨，保有储量 1,628.46 万吨。

公司铅锌精矿产量有望进一步提升。2023 年，公司生产铅精矿产量 6.0 万吨，锌精矿产量 12.0 万吨，2024 年，公司下属子公司西部铜业多金属选矿（二选厂）技改工程开工，该项目建成后，选厂年处理量将从原本的 90 万吨/年提升至 150 万吨/年，年产铅精矿 4.14 万吨，锌精矿 5.74 万吨。

图表 14：公司铅锌矿基本情况（截至 2023 年底）

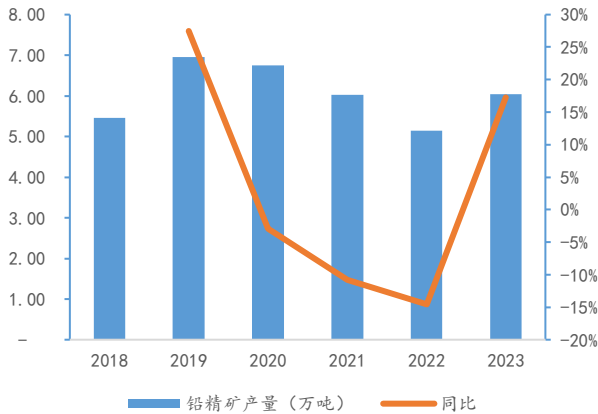
矿山名称	主要品种	资源量/万吨	保有储量/万吨	开采方式	品位	年产量/万吨	权益
青海锡铁山铅锌矿	铅、锌	1,839.17	1,628.46	地下开采	7.96%	150	100%
四川呷村银多金属矿	铜、铅、锌、金、银	647.14	577.37	地下开采	铜：0.21% 铅锌：7.78% 银：45.38g/t	80	76%
四川会东大梁铅锌矿	铅、锌	280.94	273.12	地下开采	5.25%	66	100%
青海省大柴旦镇中间沟一断层沟铅锌矿	铅、锌	203.19	137.45	地下开采	5.42%	20	100%
获各琦铜矿	铜、铅、锌	铜：2,995.1 铅锌：4,309.6	铜：2,572.8 铅锌：3,581.9	地下开采	铜：0.85% 铅锌：2.76%	450	100%

数据来源：公司年报，华福证券研究所

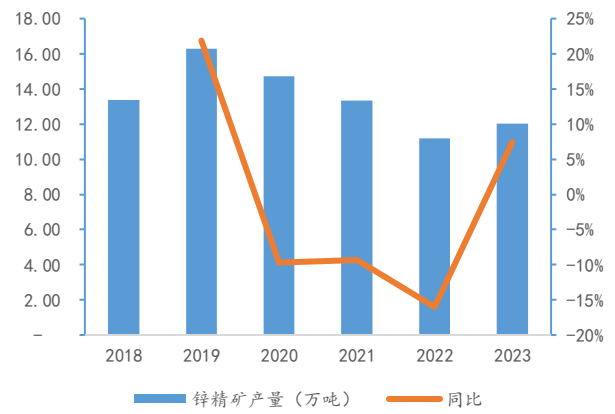
铅锌回收率提升，产量同比增加。自 2020 年开始，受矿山品位下降和处理量减少限制，铅锌精矿产量逐年下滑，2022 年铅精矿产量 5.1 万吨，较 19 年下滑 26%，锌精矿产量 11.2 万吨，较 19 年下滑 31%。2023 年铅锌回收率提升带动精矿产量有所增加，铅精矿产量 6.0 万吨，同比增长 17%，锌精矿产量 12.0 万吨，同比增长 7%。

图表 15：2018-2023 铅精矿产量

图表 16：2018-2023 锌精矿产量



数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.1.3 铁板块：资源储备丰富，采选力度加大

资源储备丰富，双利铁矿改扩建推进。公司铁矿主要有内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、格尔木拉陵高里河铁多金属矿以及肃北七角井钒铁矿，根据 2023 年年报显示，公司总计拥有保有资源储量为铁（矿石量）30,010.9 万吨。内蒙古双利铁矿是公司铁生产的第一主力矿山，现有资源量 7,297.42 万吨，保有储量 6,884.65 万吨，目前双利铁矿目前正在露转地基建，暂未生产。2023 年 4 月，双利二号铁矿改扩建工程开工，该项目设计矿石采选能力 340 万吨/年，其中铁矿石 300 万吨/年、铜矿石 20 万吨/年、铅锌矿石 20 万吨/年。

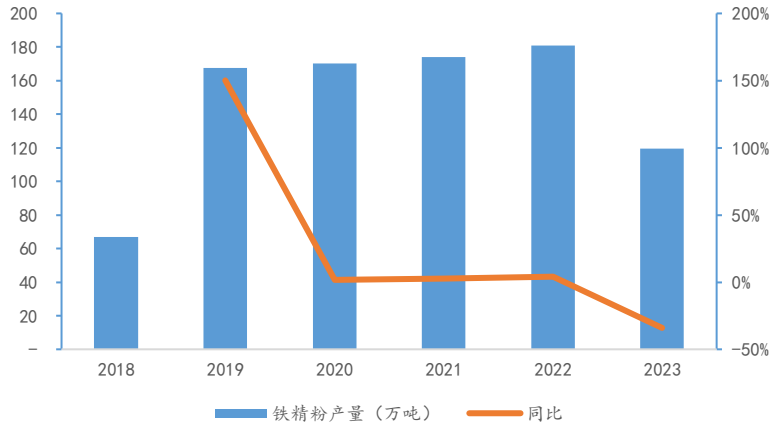
图表 17：公司铁矿基本情况（截至 2023 年底）

矿山名称	主要品种	资源量/万吨	保有储量/万吨	开采方式	品位	年产量/万吨	权益
内蒙古双利铁矿	铁	7,297.42	6,884.65	露天/地下开采	24.10%	340	100%
哈密白山泉铁矿	铁	2,379.17	1,981.82	地下开采	27.47%	140	100%
肃北七角井钒铁矿	钒铁	铁：11,056.13 钒：7,073.49	铁：9,525.87 钒：6,472.85	地下开采	铁：31.42% 钒：0.91%	铁：33 钒：202	100%
青海拉陵高里河下游铁多金属矿	铁铜锌	1,091.34	1,005	地下开采	23.75%	75	80%

数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司铁精粉产量较为稳定。2019-2022 年公司铁精粉产量稳步提升，2022 年实现产量 181.0 万吨，创历史新高。2023 年产量为 119 万吨，计划完成率仅为 77%，主要是因为计划性停产所致。

图表 18：2018-2023 铁精粉产量



数据来源：公司报告，华福证券研究所

2.2 盐湖业务：背靠盐湖资源，镁、锂协同发展

2.2.1 镁板块：背靠团结湖资源，打造镁产业链

团结湖镁盐矿位于察尔汗盐湖的南部，地处柴达木盆地腹地，公司持有团结湖镁盐矿 95.94% 股权。该盐湖镁资源丰富，截至 2023 年 12 月，保有氯化镁资源储量 3,046.25 万吨，品味 36.16%，设计年产量达 50 万吨。

图表 19：公司镁盐湖基本情况（截至 2023 年底）

矿山名称	主要品种	资源量/万吨	保有储量/万吨	开采方式	品位	年产量/万吨	权益
青海团结湖镁盐矿	镁盐	3,046.25	3,046.25	露天开采	MgCl ₂ :36.16%	50	95.94%

数据来源：公司年报，华福证券研究所

依托西部镁业，形成镁采选+加工一体化产业链。西部镁业主要从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务，是国内第一家生产规模达到 10 万吨以上的盐湖镁资源开发高新企业，2019 年 7 月全面建成 15.5 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、4 万吨/年高纯电熔镁砂，2020 年 6 月全面建成 5 万吨/年高纯烧结镁砂生产线。2021 年 2 月，公司收购控股股东西部矿业集团有限公司所持青海西部镁业有限公司 91.40% 股权，延伸矿产资源产业链。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 66,100 万元债权向西部镁业增资，增资完成后，公司持股比例增加至 95.94%。

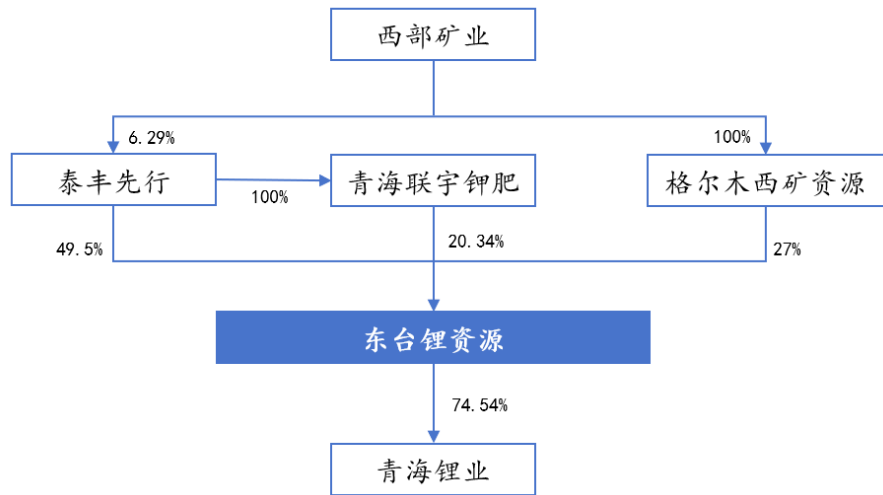
2.2.2 锂板块：积极布局锂资源，打造新利润增长点

1) 东台锂资源

收购东台锂资源 27% 股权，介入锂电池新材料产业。为拓展公司锂资源开发领

域，紧跟国家新能源新材料产业政策，加快公司产业结构转型升级，助力公司分享锂电新能源发展红利，不断打造公司新的利润增长点，西矿公司于2022年3月收购控股股东西矿集团持有的东台锂资源公司27%股权。

图表 20：公司持有东台锂资源股权情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

东台锂资源核心资源为东台吉乃尔湖盐湖采矿权，锂资源储量高。东台吉乃尔湖盐湖锂资源储量达到超大型规模，可满足锂资源公司生产碳酸锂全部资源需求。截至2021年11月，盐湖卤水量66,748.87万方，LiCl保有孔隙度资源储量总计为202.28万吨，平均品位为3,030.48mg/l，B₂O₃孔隙度储量123.35万吨，品位1,848.05mg/L；KCl孔隙度储量1,213.89万吨，品位1.47%，是中国锂、硼、钾等矿产资源综合性超大型卤水矿床。

图表 21：东台吉乃尔湖盐湖资源情况（截至2021年11月）

矿种	储量级别	卤水/矿石量 (万方/吨)	LiCl		B ₂ O ₃		KCl	
			孔隙度储量 (10 ⁴ t)	品位 (mg/L)	孔隙度储量 (10 ⁴ t)	品位 (mg/L)	孔隙度储量 (10 ⁴ t)	品位 (%)
液体矿	探明资源量 (121b)	32627.41	124.84	3826.23	79.73	2443.65	702.95	1.73
	控制资源量 (122b)	34121.46	77.44	2269.57	43.62	1278.52	510.94	1.21
	小计	66748.87	202.28	3030.48	123.35	1848.05	1213.89	1.47
固体矿	推断资源量 (333)	460222.29	/	/	/	/	/	/

数据来源：公司公告，华福证券研究所

东台锂资源生产经验丰富，目前拥有2万吨碳酸锂生产线。锂资源公司控股子公司青海锂业已经拥有十余年碳酸锂产品的生产经验，且锂资源公司及其控股子公司青海锂业已拥有50余项碳酸锂生产相关专利技术，特别是青海锂业是国内最早攻克盐湖提锂“镁锂分离”技术难题的企业之一，其所生产的碳酸锂产品品质稳定且达到

电池级标准。目前，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。

承诺业绩，彰显信心。2022 年 6 月，公司收到西矿集团业绩承诺函，承诺东台锂资源 2022 年-2024 年三个会计年度经审计后净利润合计不低于 362,040.05 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 97,750.81 万元，若未完成承诺业绩，集团承诺将按照转让股权比例向公司进行现金补偿。现金补偿金额计算公式如下：现金补偿金额=（承诺锂资源公司 2022 年至 2024 年三年的合计经审计的净利润 362,040.05 万元人民币-锂资源公司 2022 年至 2024 年三年实际经审计后净利润）×转让的股权比例（27%）。截至 2023 年底，东台锂资源累计实现归母净利润 437,408 万元。

2) 泰丰先行

收购泰丰先行股权，布局磷酸铁锂行业。2023 年 6 月公司公开竞买控股股东西矿集团持有泰丰先行 6.29%的股权，进一步布局碳酸锂的下游磷酸铁锂行业，逐步形成从盐湖锂资源开发到电池正极材料生产的完整产业链。青海泰丰先行锂能科技有限公司成立于 2010 年，位于青海省西宁市南川工业园区，是一家锂电池材料生产企业，已形成磷酸铁锂材料、三元正极材料、电池隔膜、盐湖锂资源开发、碳酸锂生产等锂电池产业链；同时泰丰先行通过子公司东台锂资源间接持有东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿。

泰丰先行目前具备 18.5 万吨磷酸铁锂产能，同时规划二期产能 14 万吨。公司目前共具备 18.5 万吨/年磷酸铁锂，其中一期 16 万吨项目于 2023 年 5 月投料试生产，现仍处于爬坡阶段；同时还具备 1 万吨/年钴酸锂、8000 吨/年三元正极材料及 4.2 亿平方米/年隔膜。另外在现有产能基础上，泰丰先行规划二期建设 14 万吨/年磷酸铁锂项目。

2.3 冶炼业务：做精冶炼板块，形成全面布局

公司冶炼板块多品种全面布局。公司历经多年发展，目前已形成电解铜 21 万吨/年、电铅 10 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、锌粉 1 万吨/年、偏钒酸铵 2,000 吨/年的产能。2023 年 4 月西豫金属启动环保升级及多金属综合循环利用改造项目，项目规划产能为电铅 20 万吨、金锭 6 吨、银锭 430 吨生产能力，预计 2024 年建成投产；同时 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，投产后西部铜材电解铜产能将由 5 万吨提升至 10 万吨。

公司持续优化产业结构,完善铜冶炼产业链。为确保铜冶炼副产品硫酸销售渠道,2023 年 1 月公司全资子公司青海铜业收购控股股东持有的同鑫化工 67.69%股权,4 月公司进一步对同鑫化工增资 7 亿元,增资完成后,公司持有同鑫化工股权比例自 67.69%上升至 94.94%。

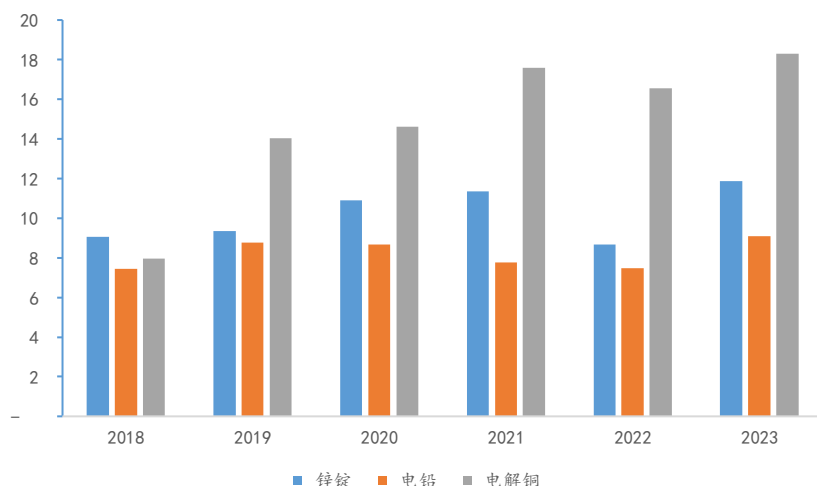
图表 22: 公司主要冶炼项目情况

单位名称	主要产品	工艺方法	权益比例
西豫金属	电铅、硫酸, 金锭、银锭等贵金属	氧气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、硫酸	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%
锌业分公司	锌锭、硫磺	全湿法氧压浸出	100%
青海湘和	锌粉、硫酸、综合处理尾矿渣和硫渣	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%

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

2023 年冶炼产品产量企稳回升。2018-2021 年公司冶炼产品产量稳步提升,2022 年受原材料供应不足及计划性停产检修影响,电解铜、电铅、锌锭产量均有所下滑,且计划完成率偏低。但 2022 年 11 月青海铜业 5 万吨阴极铜扩能改造项目顺利投产,阴极铜产能提升至 15 万吨/年,随着该项目的放量达产,公司阴极铜产量将有显著提升,2023 年,公司计划生产阴极铜 20 万吨,实际生产 18.3 万吨,同比增长 10.5%。锌锭及电铅随着矿山端供应稳定,产量也将有小幅提升,2023 年,公司生产锌锭 11.9 万吨、电铅 9.1 万吨,分别同比增长 37.1%和 21.8%。

图表 23: 公司冶炼产品产量 (万吨)



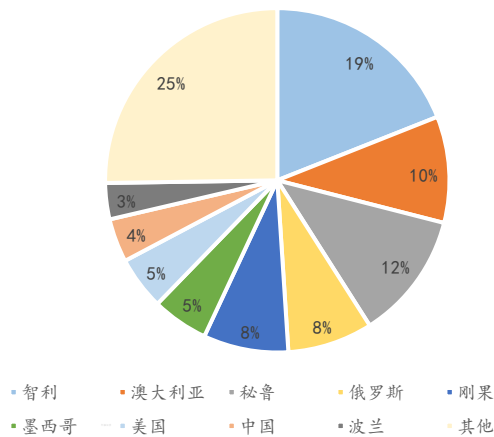
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

3 行业: 双属性共振, 铜价将迎新涨势

3.1 铜矿扩建项目陆续投产带动铜供应持续增长

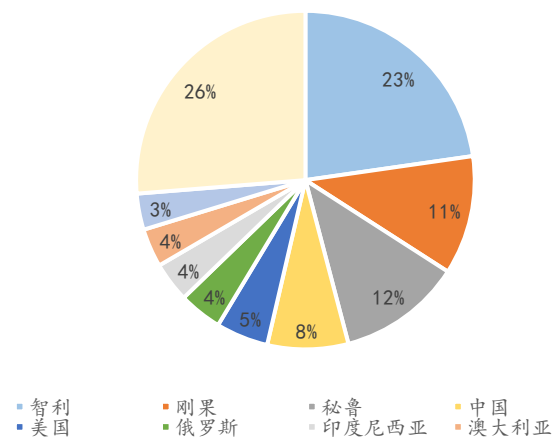
全球铜矿资源丰富，集中度较高。根据美国地质勘查局（USGS）数据显示，截至 2023 年，全球已探明铜矿资源储量 10.0 亿吨，主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯、刚果等国家，前五大资源国控制了全球约 57% 的铜矿资源量，我国作为铜需求大国，储量仅有 4100 万吨，约占全球的 4%。从资源开发强度上来看，智利作为全球铜资源储量和开采量均为第一的国家，静态储采比为 38 年，与之相比，我国铜资源开发强度较大，静态储采比仅为 24 年。

图表 24：2023 年全球铜矿资源储量结构



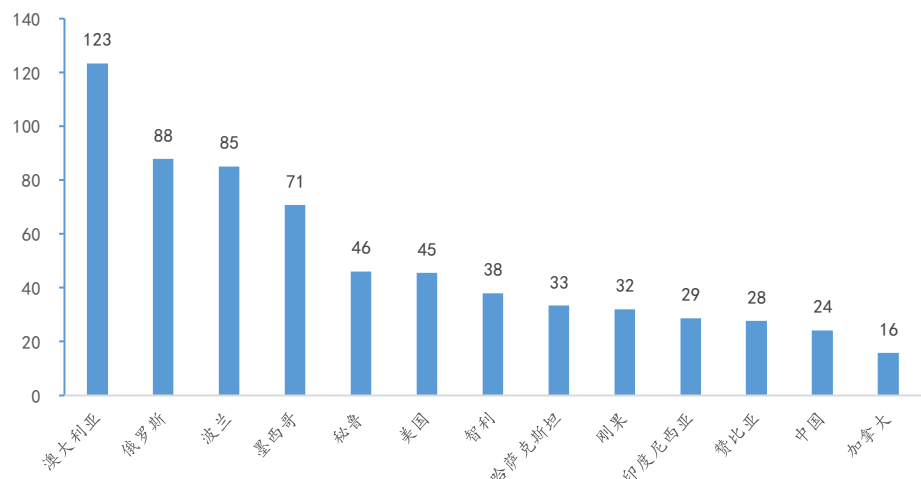
数据来源：USGS，华福证券研究所

图表 25：2023 年全球铜矿产量分布



数据来源：USGS，华福证券研究所

图表 26：2023 年全球主要国家铜矿储采比/年

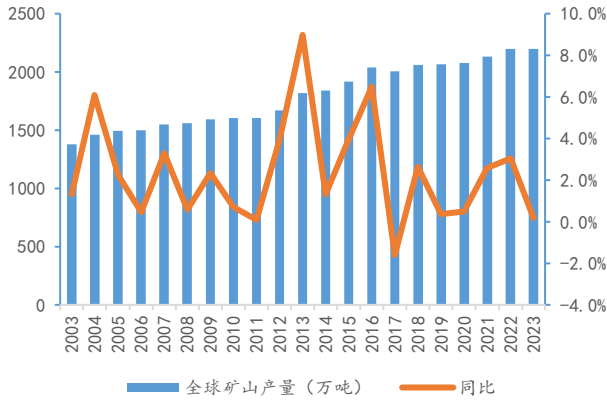


数据来源：USGS，华福证券研究所

铜矿产量稳中有升，但涨幅缓慢。伴随着现代铜采矿业的发展，矿山老龄化、品位下滑等问题已不可避免，这些因素制约了铜精矿供应的增长。据 ICSG、CRU、Woodmac 数据统计，全球铜矿山露天矿平均品位已经由 1993 年的 0.81% 下滑至 0.6%

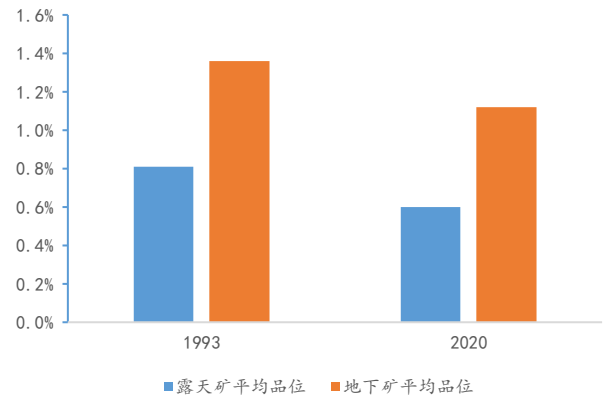
左右、地下矿平均品位已经由 1993 年的 1.36% 下滑至 1.12%。作为老牌铜矿资源国的秘鲁，还爆发出罢工停产、道路封闭、暴力袭击等社会问题，持续对铜矿的生产和运输端造成干扰。

图表 27: 全球铜矿产量和同比增速



数据来源: WIND, 华福证券研究所

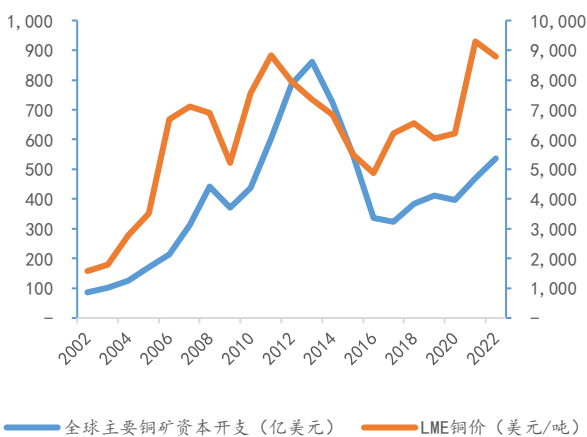
图表 28: 铜矿山平均品位



数据来源: ICSG, CRU, Woodmac, 华福证券研究所

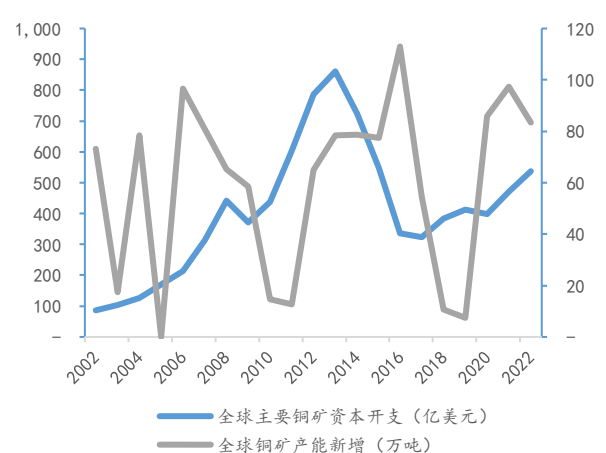
资本开支不足影响 2025 年新增铜矿产能。铜矿床开发周期较长，一般而言开发周期在 6-8 年，铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支，因此关注主要矿山的资本开支可以预测未来铜矿的放量节奏。20-22 年由于海内外均受疫情影响，矿业建设相对缓慢，2015-2017 年的资本支出基本对应 2023-2025 年铜矿的投产周期，因此 23 年或成为铜矿放量的大年，随后铜矿供给增速将逐步放缓。

图表 29: 铜矿企业资本开支受铜价影响



数据来源: USGS, 华福证券研究所

图表 30: 铜矿产能新增滞后于资本开支 3-5 年



数据来源: USGS, 华福证券研究所

我们统计了各大矿企规划项目情况，测算得出铜矿新增产能在未来几年逐步减少。未来铜矿新扩建项目的陆续投产是全球铜矿供应的重要增量，根据我们不完全统计，2024-2026 年全球铜精矿新投产增量分别为 68/60/52 万吨，增量矿山主要集中在

于刚果、智利、墨西哥。

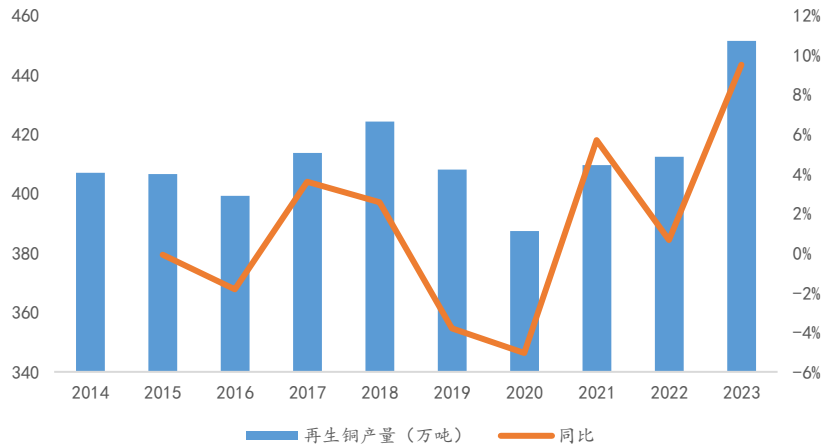
图表 31：24-26 年铜矿新增项目统计

铜矿	所属企业	国家	2023	2024	2025
Kamola-Kakula 铜矿	紫金矿业	刚果（金）	4	13	5
巨龙铜矿	紫金矿业	中国		4	16
TFM	洛阳钼业	刚果（金）	10		
KFM	洛阳钼业	刚果（金）	2		
米拉多铜矿	铜陵有色	厄瓜多尔	0	3	12
迈蒙矿	中金岭南	多米尼加		1.5	1
Kinsevere	五矿资源	刚果（金）	1.1	2.5	
Lonshi 铜矿	金诚信	刚果（金）	2	1.5	
San Matias 铜金银矿	金诚信	刚果（金）			0.6
Grasberg	自由港	印度尼西亚	2	3	
Copper South Australia	必和必拓	澳大利亚	4	2	
Oyu Tolgoi	力拓	蒙古	7	9	
Quebrada Blanca	泰克资源	智利	19	5	
Salobo	淡水河谷	巴西	1		
Buenavista	南方铜业	墨西哥	1.2	0.9	
El Pilar	南方铜业	墨西哥	0	1.5	2
Salvador	Codelco	智利	3	5	
Los Pelambres	安托法加斯塔	智利	4		1
Chuquibambilla	Codelco	智利			5
Udokan	USM	俄罗斯	8	5	
红泥坡铜矿	凉山矿业	中国			2.57
Kansanshi	第一量子	赞比亚		3	7
合计			68.3	59.9	52.2

数据来源：公司公告，长江有色网，mysteel，矿业汇，矿天下，铝云汇，华福证券研究所

再生铜是铜供应的重要补充。通过回收生产过程中的铜碎料以及生产生活中使用过的旧废铜进行再次冶炼可获得再生铜，而旧废铜作为一种再生资源，其回收利用不仅能缓解铜矿资源匮乏的现状，也符合当前节能减排和环保的要求。但受制于循环利用成本和环保因素，近年来全球再生铜产量增长缓慢，再生铜产量从 2014 年的 407 万吨增长至 2023 年的 451.5 万吨，年复合增长率 1.2%。

图表 32：全球再生铜产量

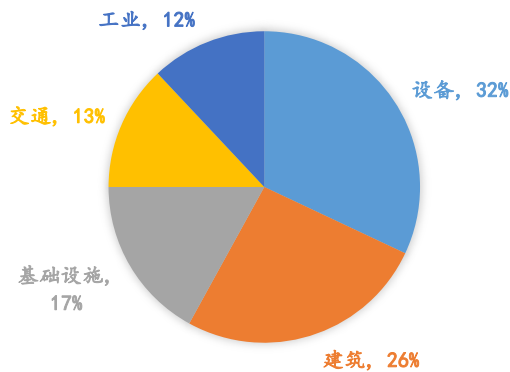


数据来源: WIND, 华福证券研究所

3.2 新能源需求拉动边际增量

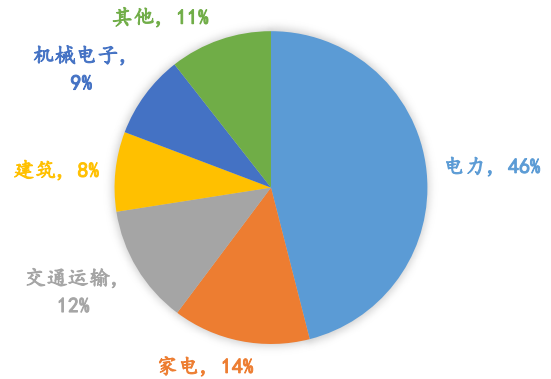
铜基于导电导热性、耐腐蚀性、延展性等优质特性,被广泛地应用于电气、机械制造、建筑业、交通运输等领域。根据 ICSG 数据统计,全球铜在设备、建筑、基础设施、交通和工业中的消费占比分别为 32%、26%、17%、13%和 12%,而国内外因消费习惯和统计口径不同,终端消费占比略有差异,根据 SMM 数据,我国铜下游消费主要应用于电力行业,占全国消费总量的 46%,其次为家电、交通运输、机械电子、建筑,占比分别为 14%、12%、9%、8%。

图表 33: 全球铜下游消费结构



数据来源: ICSG, 华福证券研究所

图表 34: 我国铜下游消费结构

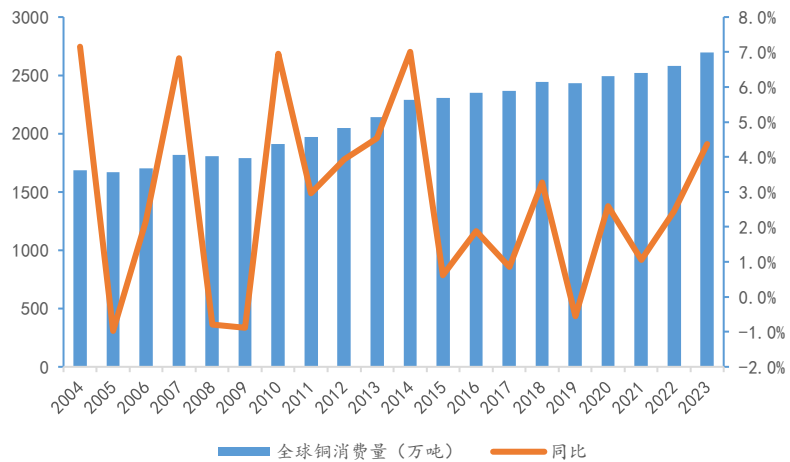


数据来源: SMM, 华福证券研究所

全球铜消费增速放缓, 新能源将成为拉动未来消费增长的主要动力。纵观近 20 年铜消费量, 近 20 年 CAGR 为 2.7%, 近 5 年 CAGR 仅为 2.0%, 全球消费增速呈下滑态势, 主要系传统基建行业增速放缓影响。根据 ICSG 数据统计, 2023 年全球精炼铜消费量为 2696.6 万吨, 同比增长 4.4%, 高于 5 年 CAGR 的原因主要为新能源需求开始爆发, 贡献较多增量。我们认为, 未来随着绿色能源、环保减排要求的日

益提高，新能源汽车、新能源发电等增速较快，未来将贡献较多增量需求。

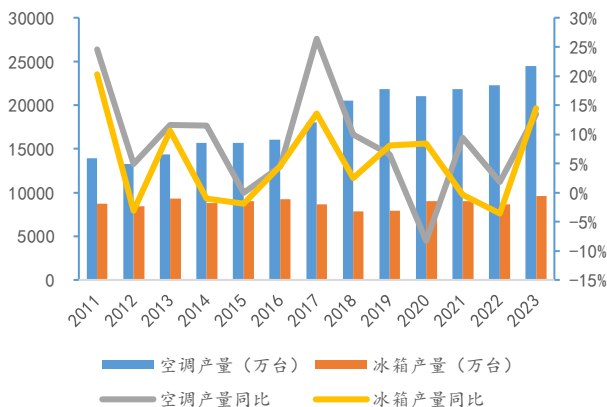
图表 35：全球精炼铜消费量及同比



数据来源：WIND，华福证券研究所

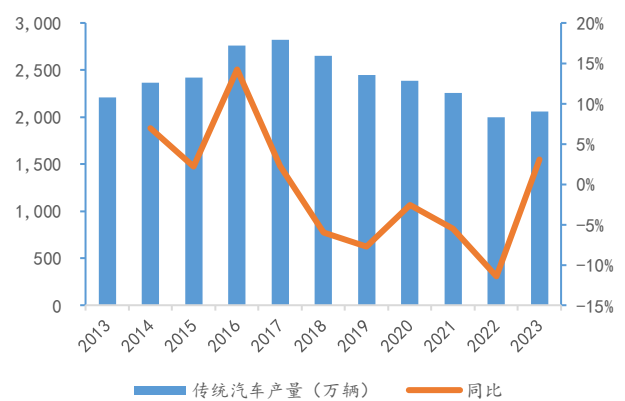
传统增速较低甚至出现负增长。在铜的传统消费中，我国消费占全球总消费超过一半，且贡献了近年来精炼铜消费的主要增量，从下游消费结构来看，我国的铜消费领域主要集中在电力、家电、交通运输和建筑领域。家电方面，受前期疫情导致的积压消费以及极端天气带来的消费需求影响，2023年空调、冰箱迎来爆发式增长，随着积压消费的集中释放结束，24-25年家电消费将放缓。传统燃油汽车方面，在新能源汽车不断抢占市场份额的情况下，传统燃油汽车的消费预计将呈下滑态势，但考虑到新能源汽车充电时间较长、续航里程较短等问题仍待解决，因此短期内传统燃油汽车仍有一定市场份额，消费下滑幅度相对较小。地产方面，地产热潮接近尾声，23年受竣工端支撑，铜需求基本维稳，未来在房住不炒的大背景下，房地产景气程度预计难以回暖。

图表 36：中国空调、冰箱产量



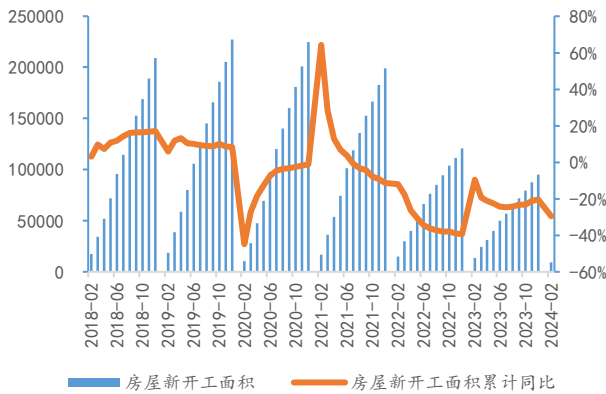
数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 37：中国传统汽车产量



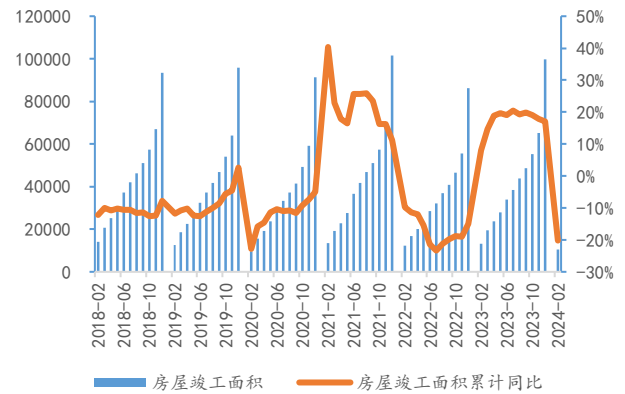
数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 38: 房地产月度开工面积 (万平方米)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 39: 房地产月度竣工面积 (万平方米)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

新能源展现蓬勃生机。在工业化和城镇化进程已趋于饱和的背景下,经济结构转型背后也是传统领域需求减弱和新兴领域需求扩张的切换过程,需求端会更加关注新能源产业链对铜金属边际增量需求拉动。根据测算,24-26年新能源汽车用铜增量为25.2/26.7/23.5万吨,新能源发电用铜增量为40.0/60.9/30.9万吨,储能用铜增量为5.5/7.0/4.5万吨。

图表 40: 新能源铜需求测算

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源汽车	中国新能源汽车销量(万辆)	687	944	1,180	1,416	1,629
	全球新能源汽车销量(万辆)	1,020	1,362	1,687	2,030	2,332
	中国电动车铜需求(万吨)	53.5	72.0	90.0	107.9	124.1
	全球电动车铜需求(万吨)	78.0	103.3	128.5	155.2	178.7
光伏	中国光伏新增装机容量(GW)	87	217	239	251	258
	全球光伏新增装机容量(GW)	240	380	459	586	638
	中国光伏铜需求(万吨)	35.0	86.8	95.5	100.3	103.3
	全球光伏铜需求(万吨)	96.0	152.0	183.5	234.3	255.3
风电	中国风电新增装机容量(GW)	50	75	88	98	111
	全球风电新增装机容量(GW)	90	120	140	161	186
	中国风电铜需求(万吨)	17.1	25.8	32.7	36.6	42.8
	全球风电铜需求(万吨)	30.6	43.1	51.0	61.7	73.6
储能	中国储能新增装机(GWh)	31	52	81	118	142
	全球储能新增装机(GWh)	87	158	245	357	428
	中国储能铜需求(万吨)	1.9	3.3	5.1	7.4	8.9
	全球储能铜需求(万吨)	5.5	10.0	15.4	22.5	27.0
合计	中国新能源铜需求(万吨)	107.5	187.9	223.2	252.2	279.1
	全球新能源同需求(万吨)	210.0	308.4	378.5	473.7	534.5

数据来源: ICSG, IEA, SMM, IRENA, CPIA, GWEC, CWEA, 北极星风力发电网, 国际风力发电网, 华福证券研究所

综上,即使传统汽车、地产需求下行,其余传统消费维持低增速,铜需求在新能源

源领域的强劲拉动下仍维持涨势，根据测算，我们预计 24-26 年下游铜消费需求为 2734/2826/2876 万吨，同比+1.2%/3.4%/1.8%，其中国内铜需求为 1628/1666/1694 万吨，同比 0.9%/2.3%/1.7%。

图表 41：全球精炼铜需求预测（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电力	578	652	635	675	754	757	778	787
—传统电力	557	615	589	623	641	629	641	641
—新能源电力	21	37	46	52	113	128	137	146
家电	196	201	214	207	212	218	221	223
交通运输	142	160	159	180	203	217	231	243
—传统交运	132	149	131	127	131	127	123	119
—新能源汽车	9	10	28	54	72	90	108	124
建筑	112	121	127	120	123	111	105	105
机械电子	113	127	124	127	133	136	139	142
储能	1	1	1	2	3	5	7	9
其他	138	191	128	173	185	185	185	185
国内合计	1,280	1,453	1,389	1,484	1,613	1,628	1,666	1,694
交通运输	174	140	143	156	148	150	155	159
—传统交运	168	128	122	131	117	111	108	105
—新能源汽车	6	12	22	24	31	39	47	55
建筑	569	578	579	552	579	568	556	545
新能源发电	45	47	63	75	82	106	159	183
储能	2	2	4	4	7	10	15	18
其他	362	276	344	314	271	271	274	277
国外合计	1,152	1,043	1,133	1,100	1,088	1,106	1,160	1,182
总计	2,432	2,495	2,522	2,584	2,701	2,734	2,826	2,876

数据来源：ICSG, IEA, GWEC, CWEA, 北极星风力发电网, 国际风力发电网, 华福证券研究所

3.3 供需紧平衡，铜价有支撑

根据 ICSG 统计，18 年以来全球精炼铜始终呈供不应求状态，其中 23 年全球铜供给缺口为 9 万吨。根据铜矿规划项目进展以及减产产能，预计 24-26 年全球铜供给将分别增长 14/88/58 万吨；需求端，作为全球铜消费最大的国家，虽然地产、传统燃油汽车对铜需求有所压制，但在新能源汽车、清洁能源等产业对铜的高需求下，预计未来三年需求端增长 33/92/51 万吨。通过测算，在全球矿山品位逐步下降以及南美、非洲的社区不利因素干扰下，铜将始终保持缺口，预计 24-26 年供需缺口分别为 28/31/24 万吨。

图表 42：全球精炼铜供需平衡表（万吨）

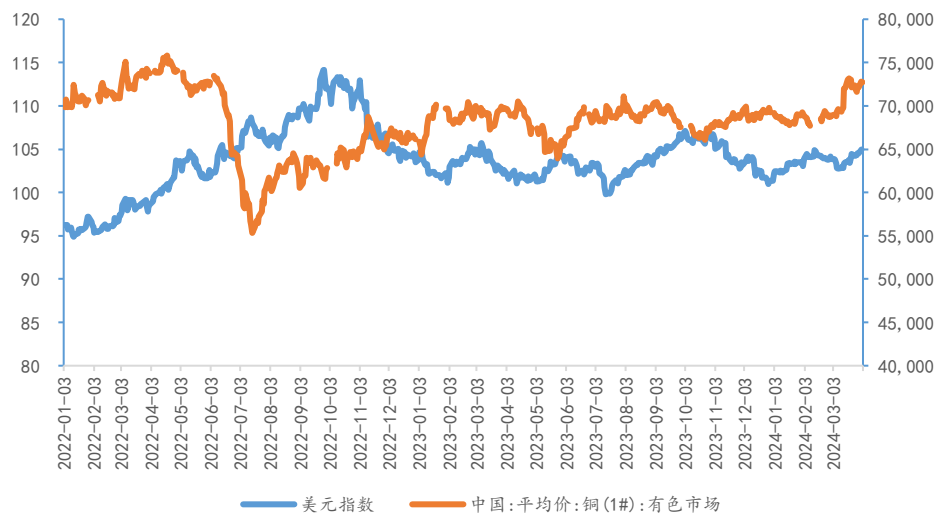
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

原生精炼铜产量	2,015.2	2,082.9	2,081.5	2,124.8	2,237.5	2,237.4	2,311.5	2,354.7
再生精炼铜产量	400.7	384.3	414.9	415.3	455.1	468.8	482.8	497.3
总供给	2,415.9	2,467.2	2,496.4	2,540.1	2,692.6	2,706.2	2,794.3	2,852.0
新能源汽车	15.9	22.4	49.6	78.0	103.3	128.5	155.2	178.7
新能源发电	66.0	83.7	109.1	126.6	195.1	234.5	296.0	328.9
储能	2.4	3.3	5.0	5.5	10.0	15.4	22.5	27.0
建筑	681.0	698.7	706.0	671.7	702.3	678.5	661.6	650.4
其他	1,666.8	1,687.2	1,651.9	1,701.8	1,592.2	1,606.9	1,595.1	1,630.3
总需求	2,432.1	2,495.3	2,521.6	2,583.5	2,701.3	2,733.9	2,825.5	2,876.0
供需平衡	-16.2	-28.1	-25.2	-43.4	-8.7	-27.7	-31.2	-24.0

数据来源：ICSG，华福证券研究所

铜的宏观属性较强，受美元指数影响较大。从历史走势来看，美元指数的上涨往往伴随着铜价的下跌，而在美元贬值时铜价往往呈上升态势，这主要时因为美元的贬值会带动美国以外地区的铜消费成本降低，从而短期内刺激铜消费的增加，同时，非美生产企业的扩产成本以及生产成本也将有相对提升，供给或将受到限制，需求增多、供给减少的情况下，以美元计价的铜价则会上升。23 年美国通胀持续回落，降息确定性高，美元指数走弱，铜价震荡偏强。

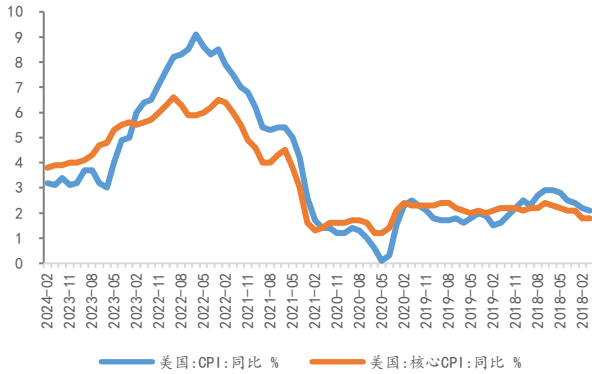
图表 43：铜价与美元指数呈负相关



数据来源：WIND、华福证券研究所

图表 44：核心 CPI 持续回落

图表 45：CME 联储观察工具显示加息基本结束（截至 2024 年 5 月 8 日）



数据来源: Wind、华福证券研究所

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	91.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	27.6%	70.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	15.1%	49.4%	34.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	26.9%	44.3%	22.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	3.3%	17.3%	36.3%	32.5%	10.3%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.6%	9.5%	25.7%	34.6%	22.7%	5.8%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	18.1%	30.4%	28.3%	13.8%	2.7%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.4%	22.7%	29.6%	22.9%	9.7%	1.7%

数据来源: CME、华福证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 核心假设

量: 矿山方面, 随着玉龙铜矿改扩建项目的放量以及三期扩建的投产, 预计铜精矿产量将稳步提升, 假设 24-26 年产量分别为 15.9/18.0/20.0 万吨, 铅锌精矿受品位下滑影响, 假设 24-26 年铅精矿产量维持在 5.2 万吨, 锌精矿产量维持在 11.0 万吨。冶炼方面, 假设未来两年电解铜、电铅、锌锭产量均维持 24 年公司计划水平, 分别为 21.8/3.6/12.5 万吨。假设产销率均为 100%。

价: 铜受宏观和基本面双向好, 价格中枢有望上移, 预计 24-26 年电解铜价格为 7.5/7.8/8.0 万元/吨, 铜精矿价格为 7.1/7.5/7.7 万元/吨; 锌未来整体供需偏松, 但是矿端成本支撑锌价, 预计 24-26 年维持在 2.2 万元/吨, 锌精矿价格维持在 1.6 万元/吨; 铅未来整体供需紧平衡, 预计平均价格维持在 1.55 万元/吨, 铅精矿价格维持在 1.37 万元/吨。

利: 铜板块: 未来随着玉龙铜矿的放量及铜价的提升, 铜板块毛利率上移, 假设 24-26 年铜板块毛利率分为 18.9%/21.2%/23.4%。铅板块: 考虑到矿山品位下滑影响, 铅精矿成本预计将会增加, 假设铅板块 24-26 年毛利率为 22.7%/21.1%/19.6%。锌板块: 考虑到矿山品位下滑影响, 锌精矿成本预计将会增加, 假设锌板块 24-26 年毛利率为 11.9%/10.2%/8.4%。

4.2 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司分别实现营业收入 503.4、541.5、572.3 亿元, 分别同比+17.8%、+7.6%、+5.7%; 毛利 100.0、115.3、130.2 亿元, 毛利率 19.9%、21.3%、22.7%。

图表 46：盈利预测

业务	指标	单位	2023	2024E	2025E	2026E
铜类产品	铜精矿销量	万吨	13.45	15.87	18.00	20.00
	电解铜销量	万吨	18.44	21.79	21.79	21.79
	营业收入	百万元	28,466.10	36,354.07	40,165.93	43,240.87
	成本	百万元	24,131.26	29,472.53	31,652.33	33,137.99
	毛利率		15.23%	18.93%	21.20%	23.36%
铅类产品	铅精矿销量	万吨	6.03	5.18	5.20	5.20
	电铅销量	万吨	9.30	3.56	3.56	3.56
	营业收入	百万元	1,868.40	1,003.49	1,005.92	1,005.92
	成本	百万元	1,335.79	775.80	793.34	809.20
	毛利率		28.51%	22.69%	21.13%	19.56%
锌类产品	锌精矿销量	万吨	12.05	10.94	10.94	10.94
	锌锭销量	万吨	11.94	12.50	12.50	12.50
	营业收入	百万元	4,967.65	4,756.07	4,756.07	4,756.07
	成本	百万元	4,202.79	4,188.50	4,272.27	4,357.71
	毛利率		15.40%	11.93%	10.17%	8.38%
铁类产品	铁精粉销量	万吨	136.08	142.69	142.69	142.69
	营业收入	百万元	1,371.50	1,438.09	1,438.09	1,438.09
	成本	百万元	1,123.29	1,177.83	1,177.83	1,177.83
	毛利率		18.10%	18.10%	18.10%	18.10%
铜精矿	销量	吨	3401.00	3995.00	4000.00	4000.00
	营业收入	百万元	11.60	13.43	13.45	13.45
	成本	百万元	0.89	1.04	1.04	1.04
	毛利率		92.3%	92.3%	92.3%	92.3%
其他	营业收入	百万元	49.14	54.42	54.42	54.42
	成本	百万元	41.53	46.25	46.25	46.25
	毛利率		15.48%	15.00%	15.00%	15.00%
总计	营业收入	百万元	42,748.12	50,336.68	54,152.66	57,227.60
	YOY		7.51%	17.75%	7.58%	5.68%
	营业成本	百万元	35,036.00	40,343.65	42,624.88	44,211.86
	毛利	百万元	7,712.12	9,993.03	11,527.78	13,015.74
	毛利率		18.04%	19.85%	21.29%	22.74%

数据来源：公司年报、华福证券研究所

期间费用率

公司重视期间费用的管控，近年来期间费用率逐年下降，成本控制能力明显优于同行业。根据 23 年年报最新情况，假设 24-26 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别维持在 0.07%、2.1%、1.34%。

4.3 估值及投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 38.6/46.0/53.3 亿元，对应 EPS 为

1.62/1.93/2.24 元/股。选取中金岭南、紫金矿业、洛阳钼业作为可比公司，以 2024 年 5 月 13 日收盘价计算，可比公司 24-25 年预测 PE 均值分别为 18/16/14 倍，参考可比公司，2024 年给予公司 18 倍估值，对应目标价 29.14，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 47：可比公司估值（截至 2024 年 5 月 13 日）

证券代码	可比公司	EPS (元)			PE			最新股价
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000060.SZ	中金岭南	0.3	0.3	0.3	18.6	15.7	14.2	4.8
601899.SH	紫金矿业	1.0	1.3	1.4	18.1	14.5	12.8	18.2
603993.SH	洛阳钼业	0.5	0.6	0.6	18.5	16.5	15.4	9.3
	平均	-	-	-	18.4	15.6	14.1	

数据来源：WIND，华福证券研究所

注：EPS 取自 wind 一致性预期

5 风险提示

金属价格不及预期

公司整体销售利润主要受铜铅锌价影响，若受宏观因素影响，经济增速缓慢，下游需求不及预期，或将导致金属价格大幅下降，将会对公司盈利产生负面影响。

项目进展不及预期

公司未来业绩与玉龙铜矿项目放量呈正相关，若项目进展不及预期，将会影响公司盈利水平。

图表 48：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,436	5,626	8,801	17,996	营业收入	42,748	50,337	54,153	57,228
应收票据及账款	639	934	878	970	营业成本	35,036	40,344	42,625	44,212
预付账款	66	166	127	157	税金及附加	739	871	937	990
存货	3,162	4,016	4,056	4,296	销售费用	32	37	40	43
合同资产	0	0	0	0	管理费用	911	1,057	1,137	1,202
其他流动资产	2,107	3,170	3,331	3,454	研发费用	574	675	726	767
流动资产合计	11,410	13,912	17,194	26,873	财务费用	822	990	913	920
长期股权投资	4,369	4,369	4,369	4,369	信用减值损失	26	10	-20	-10
固定资产	22,595	23,638	25,090	24,979	资产减值损失	-55	-30	-30	-30
在建工程	1,759	2,019	2,379	2,439	公允价值变动收益	73	5	10	15
无形资产	6,421	6,324	6,244	6,171	投资收益	322	200	120	120
商誉	16	16	16	16	其他收益	86	66	76	71
其他非流动资产	5,497	5,498	5,363	5,571	营业利润	5,085	6,615	7,932	9,264
非流动资产合计	40,657	41,865	43,461	43,545	营业外收入	22	50	80	85
资产合计	52,067	55,777	60,655	70,418	营业外支出	388	20	20	20
短期借款	5,667	0	0	0	利润总额	4,719	6,645	7,992	9,329
应付票据及账款	2,915	3,699	3,599	3,761	所得税	486	665	800	933
预收款项	0	0	0	0	净利润	4,233	5,980	7,192	8,396
合同负债	226	261	276	286	少数股东损益	1,444	2,123	2,589	3,065
其他应付款	1,548	1,517	1,486	1,457	归属母公司净利润	2,789	3,857	4,603	5,331
其他流动负债	4,993	6,395	6,383	7,027	EPS (按最新股本摊薄)	1.17	1.62	1.93	2.24
流动负债合计	15,349	11,871	11,745	12,530					
长期借款	13,595	16,095	15,095	17,095	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	2,779	2,779	2,783	2,794	成长能力				
非流动负债合计	16,374	18,875	17,878	19,889	营业收入增长率	7.5%	17.8%	7.6%	5.7%
负债合计	31,723	30,746	29,623	32,420	EBIT 增长率	-14.9%	37.8%	16.6%	15.1%
归属母公司所有者权益	15,268	17,833	21,244	25,146	归母公司净利润增长率	-19.1%	38.3%	19.3%	15.8%
少数股东权益	5,075	7,198	9,788	12,852	获利能力				
所有者权益合计	20,344	25,031	31,032	37,998	毛利率	18.0%	19.9%	21.3%	22.7%
负债和股东权益	52,067	55,777	60,655	70,418	净利率	9.9%	11.9%	13.3%	14.7%
					ROE	13.7%	15.4%	14.8%	14.0%
					ROIC	17.1%	21.2%	21.5%	20.2%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	60.9%	55.1%	48.8%	46.0%
经营活动现金流	6,239	9,159	10,029	11,667	流动比率	0.7	1.2	1.5	2.1
现金收益	7,080	9,336	10,557	11,884	速动比率	0.5	0.8	1.1	1.8
存货影响	303	-854	-40	-241	营运能力				
经营性应收影响	373	-366	125	-91	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.8
经营性应付影响	-914	753	-130	132	应收账款周转天数	2	2	2	2
其他影响	-603	290	-483	-16	存货周转天数	34	32	34	34
投资活动现金流	-3,072	-3,835	-3,998	-2,397	每股指标 (元)				
资本支出	-4,181	-3,572	-4,183	-2,444	每股收益	1.17	1.62	1.93	2.24
股权投资	299	0	0	0	每股经营现金流	2.62	3.84	4.21	4.90
其他长期资产变化	810	-263	185	47	每股净资产	6.41	7.48	8.91	10.55
融资活动现金流	-3,668	-5,134	-2,856	-75	估值比率				
借款增加	1,893	-2,942	-757	2,262	P/E	17	12	10	9
股利及利息支付	-4,878	-2,861	-3,170	-3,593	P/B	3	3	2	2
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	4	3	2	2
其他影响	-683	669	1,071	1,256					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn