

西部矿业 (601168)

证券研究报告

2024年05月30日

西部地区矿企龙头，多板块业务协同增长

公司持续延伸产业，矿山资源基础良好。公司由青海大柴旦锡铁山矿务局改制成立，经过多年发展不断改革并延伸产业，目前业务范围已涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易、盐湖化工等领域。截至2023年12月31日，公司全资持有或控股并经营15座矿山，包括6座有色金属矿山，8座铁及铁多金属矿山以及1座盐湖矿山，拥有8个探矿权及13个采矿权，资源拥有量位居国内金属矿业企业前列。

玉龙铜矿选厂技改，铜钼产量有望提升。公司主力铜矿为玉龙铜矿、获各琦铜矿。1) 玉龙铜矿截至23年末保有铜金属储量558.28万吨，23年11月一二选厂改扩建完成后矿石处理能力增至2280万吨/年，23年产出铜精矿13.15万吨，钼精矿3401吨。公司正推进三期工程前期手续办理工作，项目建成后开采规模预计达3000万吨/年，对应金属量18-20万吨。2) 获各琦铜矿铜、铅、锌、铁共同开发，23年生产1.5万吨铜精矿，产量基本稳定。在当前铜行业供需紧增的格局下，公司铜类产品业务有望实现量价齐升，实现业绩增量。

铅锌资源不断扩充，铁矿项目持续推进。1) 铅锌方面，公司主要依靠锡铁山铅锌矿、会东大梁铅锌矿、呷村银多金属矿，同时获各琦铜矿、格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿也有铅锌产出。2023年公司加强找矿，新增铅锌矿石资源量268万吨，金属量16万吨。锡铁山铅锌矿探矿找矿工作持续进行，预计未来产能产量维持稳定；鑫源矿业采矿证扩能完成，年矿石处理量从30万吨扩张至80万吨。2) 铁矿方面，公司共有4座矿山，有在“十四五”末打造千万吨级铁资源基地的计划。23年4月双利铁矿启动“露转地”项目，设计矿石采选能力340万吨/年；肃北博伦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；格尔木西矿正在办理“探转采”手续，计划多座优质矿山统一筹划、规模化开发和集中选矿。

盐湖化工积极布局，冶炼产业持续升级。1) 盐湖化工方面，西部镁业截至23年末保有镁盐储量3046.25万吨，生产规模10万吨以上；22年3月公司收购东台锂资源27%股权，实现盐湖提锂、提锂产业协同；23年2月收购同鑫化工股权并于23年5月增资，介入氟化工中下游产业链；23年6月收购泰丰先行6.29%股权，布局磷酸铁锂行业。2) 冶炼方面，公司行业发展比较优势明显。23年4月西豫公司环保升级及多金属综合循环利用改造项目开工建设；24年西部铜材实施节能环保升级改造项目。冶炼板块生产效率及产量有望提升。

盈利预测与投资建议：预计公司24-26年实现归母净利润39.7/44.7/48.3亿元，分别同比增长42.4%/12.5%/8.0%。当前市值对应PE分别为12/11/10倍。参考可比公司估值，给予24年15x PE，目标价25.5元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：项目建设不及预期风险；采矿与冶炼生产经营波动风险；产品价格波动风险；测算具有主观性。

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	20.01元
目标价格	25.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,383.00
流通A股股本(百万股)	2,383.00
A股总市值(百万元)	47,683.83
流通A股市值(百万元)	47,683.83
每股净资产(元)	6.73
资产负债率(%)	59.45
一年内最高/最低(元)	22.22/10.21

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
陈凯丽	联系人
chenkaili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,762.48	42,748.12	45,932.23	47,719.04	50,656.87
增长率(%)	3.55	7.51	7.45	3.89	6.16
EBITDA(百万元)	8,855.21	8,492.01	9,639.96	10,301.28	11,362.89
归属母公司净利润(百万元)	3,445.99	2,789.28	3,972.74	4,469.34	4,827.38
增长率(%)	17.51	(19.06)	42.43	12.50	8.01
EPS(元/股)	1.45	1.17	1.67	1.88	2.03
市盈率(P/E)	13.84	17.10	12.00	10.67	9.88
市净率(P/B)	2.95	3.12	2.76	2.45	2.18
市销率(P/S)	1.20	1.12	1.04	1.00	0.94
EV/EBITDA	4.26	5.90	6.25	5.56	4.67

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 西部地区矿企龙头，业务持续稳定发展	5
1.1. 西部地区矿企龙头，持续改革延伸产业	5
1.2. 经营情况稳健，高分红回馈股东	6
2. 矿山板块支撑公司，多板块业务协同发展	7
2.1. 矿山板块：矿山开发作为主业，支撑公司稳定发展	7
2.1.1. 铜矿：玉龙铜矿技改完成，产能有望继续提升	9
2.1.2. 铅锌矿：资源储量丰富，找矿实现突破	10
2.1.3. 铁矿：改扩建及探转采持续推进，矿石处理能力前景可期	12
2.1.4. 其他矿山：多种金属同步产出	12
2.2. 盐湖化工：开发利用盐湖资源，镁、锂产业协同发展	13
2.3. 冶炼：比较优势明显，产业持续升级	14
2.4. 贸易：开拓金属贸易市场，提升综合盈利水平	15
3. 供给偏紧需求坚挺，铜价中枢预计上行	15
3.1. 供给：矿端干扰增加制约产出，冶炼及废铜增长受限	15
3.1.1. 矿端：短期扰动事件频发制约产出，中期资本开支限制供给	15
3.1.2. 精炼铜：加工费快速下滑，制约精铜产出	17
3.1.3. 废铜：国内+海外供给短期增量有限	17
3.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长	18
3.2.1. 传统需求：电网投资托底用铜需求，建筑地产领域仍有支撑	19
3.2.2. 新兴需求：占比持续提升，平滑传统需求周期性波动	20
3.3. 供紧需增，预计铜价中枢将稳步上行	22
4. 盈利预测	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：西部矿业发展历程	5
图 2：公司实控人为青海国资委（截至 2024.3.31）	5
图 3：公司主营业务结构包括金属采选冶、贸易及金融	5
图 4：公司营业总收入近年持续增长（亿元，%）	6
图 5：2023 年归母净利润受资产处置等因素影响同比下滑 18%（亿元，%）	6
图 6：铜类产品贡献营业收入主要份额（亿元）	6
图 7：铜类产品贡献毛利主要份额（亿元）	6
图 8：公司资产负债率持续降低（%）	7
图 9：公司三大期间费用保持稳定（亿元）	7
图 10：2023 年公司有息负债规模有所提升（亿元）	7
图 11：2023 年公司净现比为 1.47（亿元）	7
图 12：公司 2023 年拟分红 11.92 亿元（亿元）	7

图 13: 玉龙铜业营业收入增长明显 (亿元, %)	10
图 14: 玉龙铜业对西部矿业净利润占比较高 (亿元, %)	10
图 15: 西部铜业营业收入 2023 年同比+25.39% (亿元, %)	10
图 16: 西部铜业净利润 2023 年同比+10.43% (亿元, %)	10
图 17: 鑫源矿业 2023 年营业收入同比-15.43% (亿元, %)	11
图 18: 鑫源矿业 2023 年净利润同比-63.44% (亿元, %)	11
图 19: 会东大梁 2023 年上半年营业收入同比-29.04% (亿元, %)	11
图 20: 会东大梁 2023 年上半年净利润同比-78.10% (亿元, %)	11
图 21: 同鑫化工近年净利润有所承压 (亿元)	14
图 22: 公司长期股权投资收益显著提升 (亿元)	14
图 23: 铜矿端干扰事件频发将会导致实际产量增量不及年初预期	16
图 24: 铜价通常领先于铜企资本开支	16
图 25: 铜矿产量跟随铜企资本支出	16
图 26: 近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显 (美分/磅)	16
图 27: 国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行 (美元/千吨)	17
图 28: 24 年铜冶炼厂 TC 长单敲定在 80 美元/吨 (美元/吨)	17
图 29: 2023 年废铜进口量大幅增加 (万吨)	18
图 30: 2023 年全球制造业 PMI 基本处于荣枯线之下	18
图 31: 主要经济体制造业 PMI 走势有所分化	18
图 32: 2022 年铜加工市场下游需求结构中电力占主要部分	19
图 33: 2023 年铜加工材分品种产量中线材占半数	19
图 34: 2023 年国内电源及电网投资维持高增长 (%)	19
图 35: 国内电网基本建设投资完成额连续增长 (亿元)	19
图 36: 2023 年国内空调市场 2-7 月出货高增 (万台)	19
图 37: 2023 年出口空调市场 5 月以来增速转正 (万台)	19
图 38: 2023 年国内传统汽车销量同比增长 3.1% (万辆)	20
图 39: 2023 年 2 月以来国内房屋竣工面积维持增长	20
图 40: 国内房屋新开工面积有所下滑 (亿平)	20
图 41: 2023 年国内光伏新增装机量增长达 151% (GW)	21
图 42: 2023 年国内组件产量增长 89% (GW)	21
图 43: 国内风电新增装机量筑底反弹 (GW)	21
图 44: 2023 年国内新能源车销量维持高景气度 (万辆)	21
图 45: 全球铜库存水平位于历史低位 (万吨)	22
表 1: 公司矿产资源保有资源储量 (万吨, 截至 2023.12.31)	8
表 2: 公司各矿山矿石处理量 (万吨/年, 截至 2023.12.31)	8
表 3: 2023 年矿山单位主要产品生产情况	8
表 4: 公司主要自有铜矿基本情况 (截至 2023.12.31)	9
表 5: 公司主要自有铅锌矿基本情况 (截至 2023.12.31)	10
表 6: 公司主要自有铁矿基本情况 (截至 2023.12.31)	12

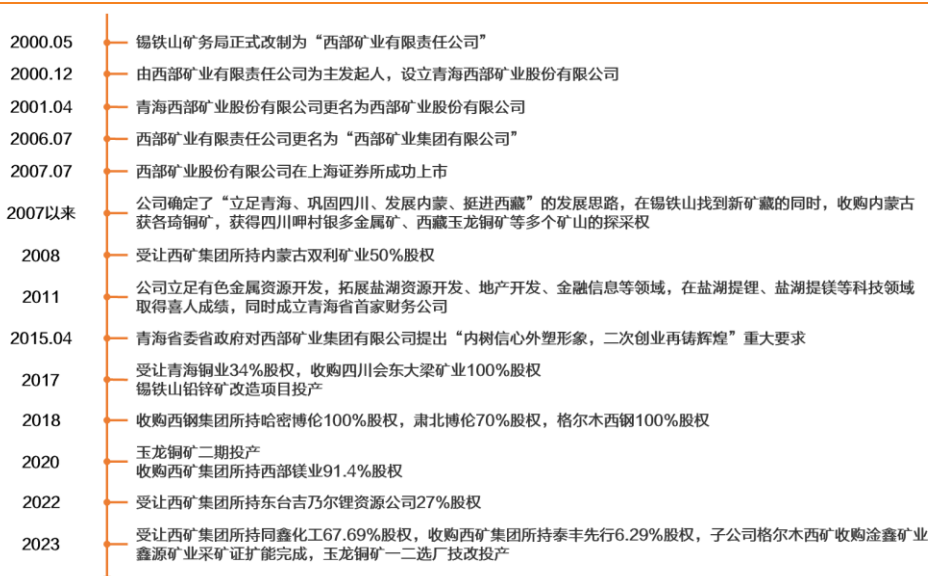
表 7: 公司主要自有其他矿山基本情况 (截至 2023.12.31)	13
表 8: 盐湖化工板块公司业务情况	13
表 9: 2023 年冶炼单位主要产品生产情况	14
表 10: 冶炼企业主要产品一览表 (截至 2023 年底)	15
表 11: 2024-2025 年国内仍有大量待投电解铜产能 (万吨)	17
表 12: 中长期铜供需缺口将逐渐放大 (万吨)	22
表 13: 分业务营业情况	23
表 14: 可比公司估值情况 (截至 2024 年 5 月 29 日)	23

1. 西部地区矿企龙头，业务持续稳定发展

1.1. 西部地区矿企龙头，持续改革延伸产业

西部地区矿企龙头，拓展成为集团产业。公司总部位于青海省西宁市，由中国有色金属工业总公司锡铁山矿务局改制成立。2007年，公司在上海证券交易所挂牌上市。经过多年发展，公司持续收购优秀资产，不断改革并延伸产业，已在全国11个省、市、自治区拥有30余家（分）子公司和控股公司，业务范围涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易、盐湖化工等领域。

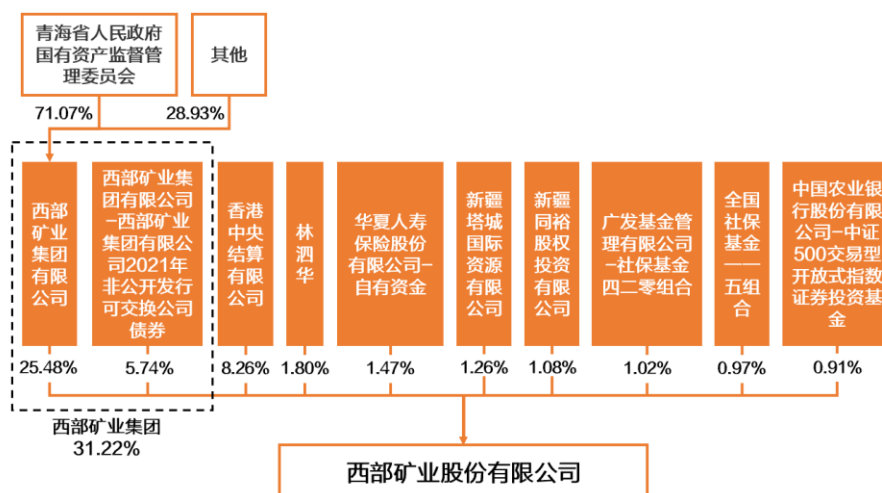
图 1：西部矿业发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，矿业汇，钛合金在线网，矿业界公众号，天风证券研究所

公司控股股东为西部矿业集团有限公司，直接持股比例 25.48%，此外西矿集团通过可交换债持股 5.74%，整体持股比例为 31.22%。公司实控人为青海省国资委，股权结构较为稳定。

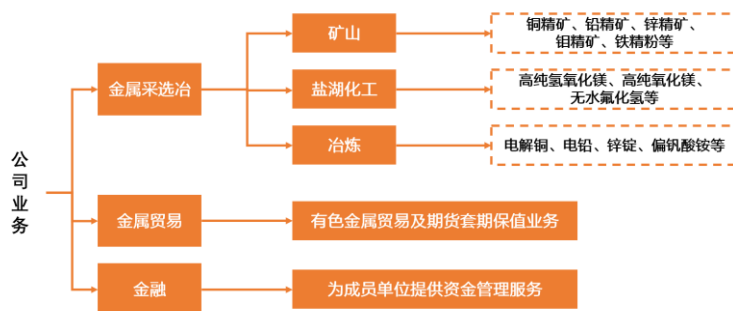
图 2：公司实控人为青海国资委（截至 2024.3.31）



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

布局多种业务，矿山板块资源丰富。公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，以及钼、镍、钒、黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售，同时涉足盐湖化工产业。公司是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有 8 个探矿权及 13 个采矿权，资源拥有量居国内金属矿业企业前列。

图 3：公司主营业务结构包括金属采选冶、贸易及金融

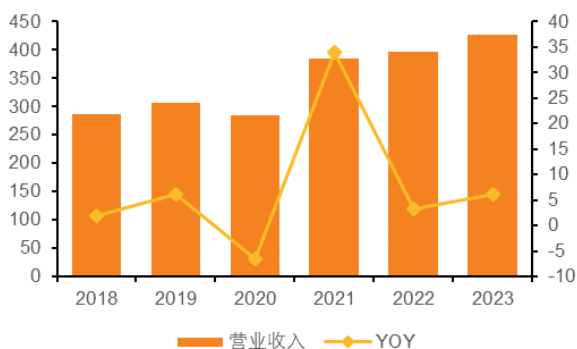


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 经营情况稳健，高分红回馈股东

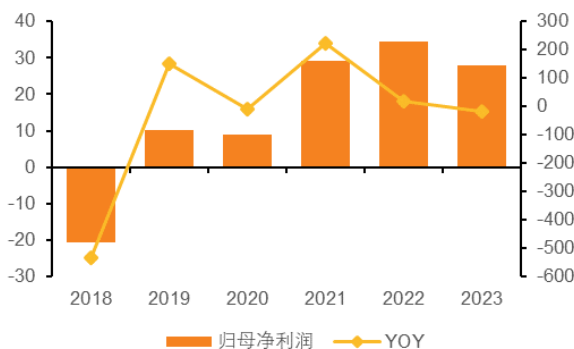
公司营收持续增长，盈利水平整体稳定。2018-2023 年，公司营业总收入从 287.12 亿元提升至 427.48 亿元，年复合增长率 8.29%，归母净利润从 -20.63 亿元提升至 27.89 亿元。2021 年公司利润迎来明显增长主要系玉龙铜矿改扩建项目投产后公司矿山产能实现翻倍，铜类产品实现量价齐升。2022 年在东台锂资源投资收益补充下，公司利润继续实现增长。2023 年由于碳酸锂及锌价下跌，同时玉龙铜业因技术改造对部分资产报废处置，影响报表利润约 2 亿元，使得归母净利润同比-18.38%。

图 4：公司营业总收入近年持续增长（亿元，%）



资料来源：同花顺 ifind，公司公告，天风证券研究所

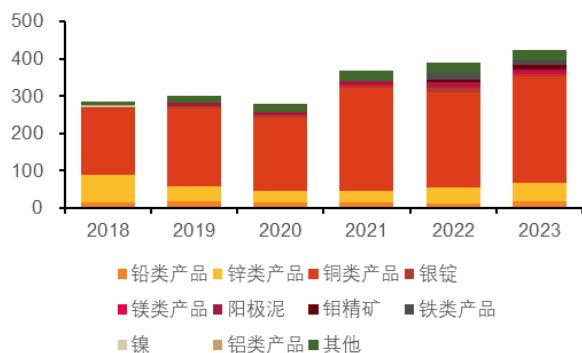
图 5：2023 年归母净利润受资产处置等因素影响同比下滑 18%（亿元，%）



资料来源：同花顺 ifind，公司公告，天风证券研究所

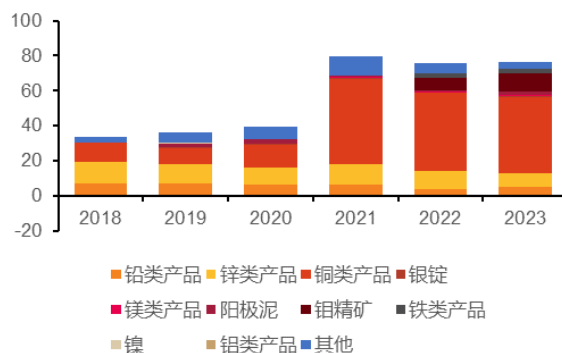
主营业务产品多样，铜类贡献主要利润。公司产品包括铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团、电铅、锌锭及电解铜等。铜类产品当前为公司第一大营收及毛利来源，2023 年营收占比 67.09%，毛利占比 56.79%。锌类产品为第二大营收来源，占比 11.71%，毛利占比 10.02%。2023 年铅类产品营业收入同比高增 54.41%，营收占比 4.40%，毛利占比 6.98%。钼精矿 2023 年由于产量增加以及钼价较高，营收同比增长 44.85%，占比达到 2.74%，同时利润贡献较多，毛利占比达 14.03%，已超越锌类产品成为毛利贡献第二大的产品。

图 6：铜类产品贡献营业收入主要份额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

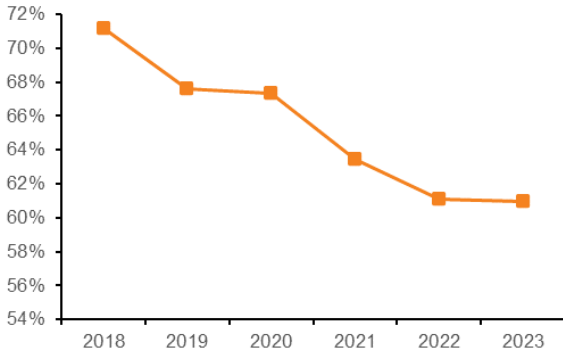
图 7：铜类产品贡献毛利主要份额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

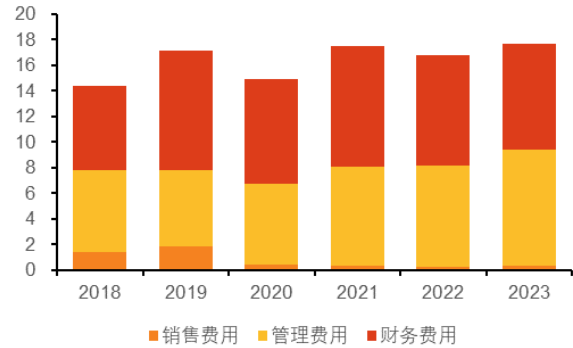
资产负债率持续下降，期间费用保持稳定，现金流情况健康。2018 年以来公司资产负债率持续降低至 2023 的 60.93%。2023 年公司销售/管理/财务费用分别为 0.32/9.11/8.22 亿元，同比分别+12.16%/+16.08%/-5.47%，近年来三大期间费用总体基本保持稳定。公司经营净现金流维持高位，净现比维持在 1 以上，2023 年为 1.47，现金流情况较好。

图 8：公司资产负债率持续降低（%）



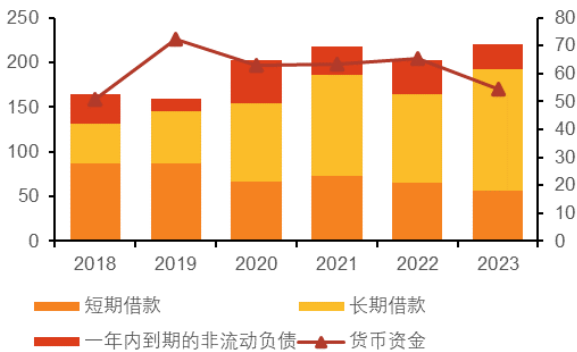
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司三大期间费用保持稳定（亿元）



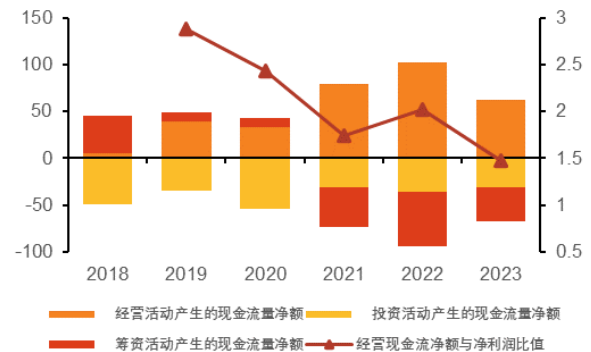
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2023 年公司有息负债规模有所提升（亿元）



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

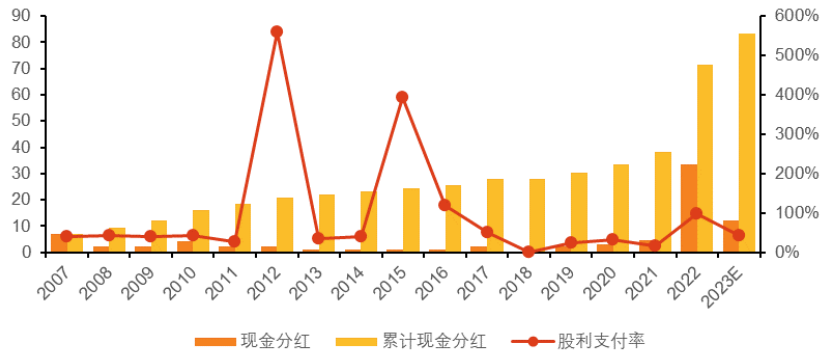
图 11：2023 年公司净现比为 1.47（亿元）



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

高现金分红政策回馈股东。上市以来，除 2018 年因亏损而未分红之外，公司共分红 15 次，累计现金分红 71.49 亿元，占累计可分配利润的 56.16%，位于行业前列。2023 年，公司拟现金分红 11.92 亿元，股利支付率为 42.72%。

图 12：公司 2023 年拟分红 11.92 亿元（亿元）



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

2. 矿山板块支撑公司，多板块业务协同发展

2.1. 矿山板块：矿山开发作为主业，支撑公司稳定发展

矿山资源基础良好，资源拥有量国内领先。目前公司大部分矿山分布在西部地区，矿产资源储量丰富，区域内水、电成本优势显著，产业联动紧密，互补性强。同时成矿地质条件良好，找矿潜力较大，为公司提供了良好的资源基础。

截至 2023 年 12 月 31 日，公司全资持有或控股并经营 15 座矿山，其中包括 6 座有色金属矿山，8 座铁及铁多金属矿山，以及 1 座盐湖矿山，主要分布在西藏、青海、内蒙古、四川、新疆及甘肃。公司拥有 8 个探矿权及 13 个采矿权，拥有的矿产资源保有资源储量为：铜 605 万吨，铅 155.14 万吨，锌 270.34 万吨，钼 36.9 万吨，五氧化二钒 64.15 万吨，铁（矿石量）3 亿吨，镍 27.12 万吨，金 12.8 吨、银 2095.37 吨、氯化镁 3046.25 万吨，资源拥有量位居国内金属矿业企业前列。

表 1：公司矿产资源保有资源储量（万吨，截至 2023.12.31）

铜金属	铅金属	锌金属	钼金属	五氧化二钒	铁（矿石量）	镍	金（吨）	银（吨）	氯化镁
605	155	270	37	64	30011	27	13	2095	3046

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：公司各矿山矿石处理量（万吨/年，截至 2023.12.31）

矿山名称	矿石处理量
铜	
西藏玉龙铜矿	1989
内蒙古获各琦铜矿	450
铅锌	
青海锡铁山铅锌矿	150
青海锡铁山中间沟-断层沟铅锌矿	20
四川呷村银多金属矿	80
四川会东大梁铅锌矿	66
铁	
肃北七角井钒及铁矿	380
内蒙古双利铁矿	340
新疆哈密白山泉铁矿	140
格尔木拉陵高里河铁多金属矿	75
镍	
新疆哈密市黄山南铜镍矿（5-22 线）	66
新疆哈密市黄山南铜镍矿（22-27 线）	45
镁	
青海团结湖镁盐矿	50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品产量基本稳定，经营结果合理增长。2023 年公司矿山单位全年完成采矿量/出矿量分别为 2978/3114 万吨，完成年预算的 98.92%/100.31%。其中，生产铅精矿 6 万金吨，同比+17%；锌精矿 12 万金吨，同比+7.4%，铜精矿 13.1 万金吨。除铁精粉由于计划性停产，精矿含金由于原矿品位低于计划指标外，多种矿产品生产超出 2023 年计划。2024 年，铜钼精矿产量计划还将有所提升。

表 3：2023 年矿山单位主要产品生产情况

产品名称	单位	2023 年计划	实际完成	计划完成率	2024 年计划
铅精矿	金属吨	56612	60339	107%	51777
锌精矿	金属吨	117349	120305	103%	109407
铜精矿	金属吨	133003	131298	99%	158715
钼精矿	金属吨	3541	3401	96%	3995
铁精粉	吨	1548198	1193920	77%	1426882
球团	吨	124100	138029	111%	
精矿含金	千克	259	208	80%	242
精矿含银	千克	123965	123414	100%	128100

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.1. 铜矿：玉龙铜矿技改完成，产能有望继续提升

铜矿方面，公司主力矿山为西藏玉龙铜矿、内蒙古获各琦铜矿。2022 年玉龙铜矿生产铜精矿 13.15 万吨，占公司铜精矿总产量的 90%以上，2023 年由于一二选厂技术提升改造项目实施，产量计划下调至 11.90 万吨。获各琦铜矿 2022 年生产铜精矿约 1.5 万吨，2023 年仍按照 1.5 万吨计划进行生产，产量基本保持稳定。

表 4：公司主要自有铜矿基本情况（截至 2023.12.31）

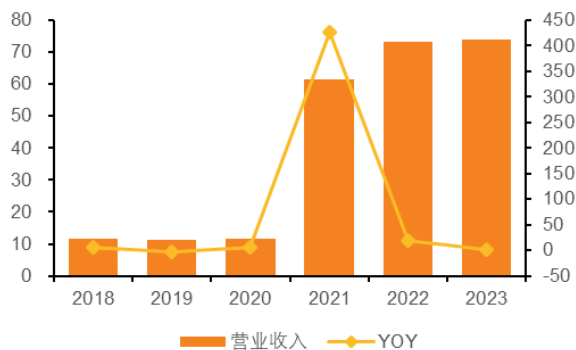
矿山名称	公司名称	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位	年产量 (万吨/ 年)	资源剩 余可开 采年限	持股比例
西藏玉龙铜矿	玉龙铜业	铜	85458	84515	0.65%	1989	40	58%
内蒙古获各琦铜矿	西部铜业	铜、铅、锌	2995	2573	0.85%	450	16	100%
四川呷村银多金属矿	鑫源矿业	铜、铅、锌、 金、银	647	577	0.21%	80	10	76%
新疆哈密瑞伦黄山南 铜镍矿（5-22 线、 22-27 线）	新疆瑞伦	镍、铜	7817	6801	0.06%	111	136	80%
青海格尔木拉陵高里 河下游铁多金属矿	格尔木西矿	铁、铜、 铅、锌	1091	1005	23.75%	75	15	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

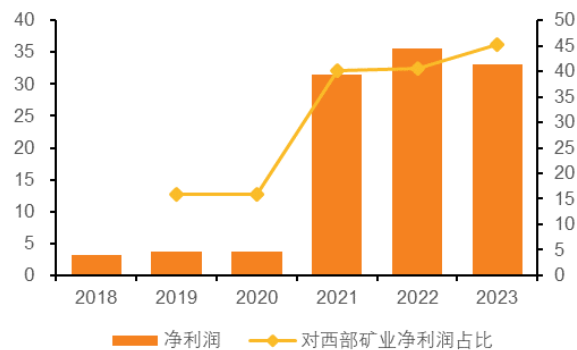
玉龙铜矿为国内第二大单体铜矿。玉龙铜矿矿体埋藏浅、资源量大、品位较高，适合露天开采。截至 2023 年年末，玉龙铜矿拥有铜矿石资源量 8.55 亿吨，铜金属保有储量 558.28 万吨，2023 年 11 月玉龙铜矿一二选厂改扩建项目完成后，矿石处理能力已提升至 2280 万吨/年。

改扩建不断推进，产能大幅增加。玉龙铜业矿山一选厂于 2013 年正式投产，2016 年一期工程完工，据矿业汇数据，实现湿法及浮现采选能力 230 万吨/年，铜金属产能约 3 万吨。二期于 2020 年底正式启动生产，项目拥有年采选规模 1800 万吨采选能力，实现年新增铜金属量 10 万吨。2023 年 4 月，玉龙铜业一二选厂进行技术改造，已于 2023 年 11 月 8 日正式竣工投产，年处理矿石能力增加 450 万吨，年铜金属贡献量从 12 万吨增至 15 万吨。当前公司正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，预计铜金属贡献量达到 18-20 万吨。

副产品伴生+低税率带来高盈利能力，是公司利润核心贡献主体。2023 年玉龙铜业实现营业收入 73.93 亿元，同比+1.01%，净利润 33.04 亿元，同比-7.09%，根据持股比例 58% 计算，占西部矿业总净利润比例达 45.28%。玉龙铜矿创造利润能力较强，具体来看包括以下因素：玉龙铜矿有铝伴生，公司铝精矿目前均由玉龙铜矿生产。2022 年公司铝精矿产量 3373 金吨，创造营收 8.01 亿元，同比+129.79%，2023 年铝精矿产量进一步提升至 3401 金吨，同比+0.83%，创造营收 11.60 亿元，同比+44.85%；此外，由于玉龙铜矿为露天采，本身成本较低，改扩建完成后成本预计仍能保持稳定；同时，玉龙铜业享受 15% 的优惠税率，并进一步减免 6% 的地方分享部分，按 9% 的税率征收企业所得税，显著减少其营业成本。

图 13：玉龙铜业营业收入增长明显（亿元，%）


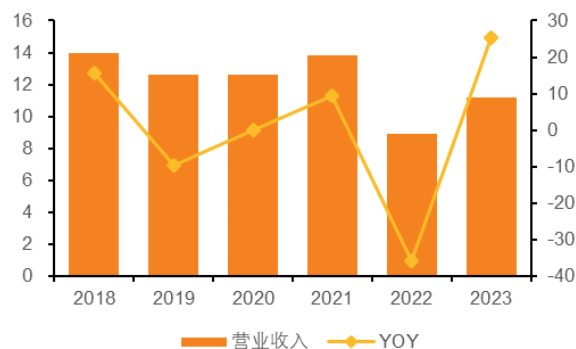
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：玉龙铜业对西部矿业净利润占比较高（亿元，%）


资料来源：公司公告，天风证券研究所

获各琦铜矿产出多种金属，营收水平同比持稳。内蒙古获各琦铜矿矿区共有三个矿床，一号矿床是以铜为主，同步产出铅锌的多金属矿床，二、三号矿床是以铁为主的多金属矿床。截至 2023 年底，获各琦铜矿保有铜资源量 2995.14 万吨，铜储量 2572.8 万吨，年处理铜矿石量 450 万吨；保有铅锌资源量 4309.63 万吨，铅锌储量 3581.95 万吨。

公司全资子公司西部铜业当前运营获各琦矿山，铜、铅、锌、铁共同开发。2023 年西部铜业实现营业收入 11.16 亿元，同比+25.39%，实现净利润 3.25 亿元，同比+10.43%。

图 15：西部铜业营业收入 2023 年同比+25.39%（亿元，%）


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：西部铜业净利润 2023 年同比+10.43%（亿元，%）


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. 铅锌矿：资源储量丰富，找矿实现突破

铅锌矿方面，公司主要矿山包括锡铁山铅锌矿、会东大梁铅锌矿、岷村银多金属矿。内蒙古获各琦铜矿、青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿也同步产出铅锌。2023 年，公司持续夯实资源基础，加强地质找矿，全年新增铅锌矿石资源量 268 万吨，铅锌金属量 16 万吨。

表 5：公司主要自有铅锌矿基本情况（截至 2023.12.31）

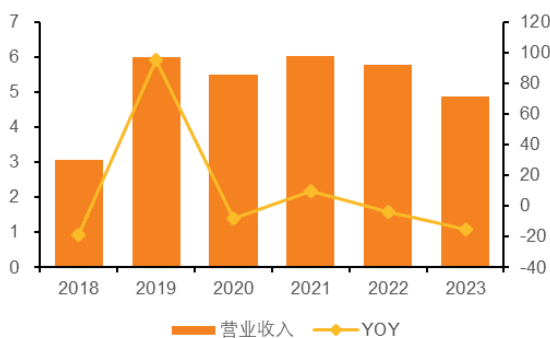
矿山名称	公司名称	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位	年产量 (万吨/年)	资源剩余可开采年限	持股比例
青海锡铁山铅锌矿	锡铁山分公司	铅、锌	1839	1628	7.96%	150	13	100%
青海锡铁山中间沟-断层沟铅锌矿	锡铁山分公司	铅、锌	203	137	5.42%	20	7	100%
内蒙古获各琦铜矿	西部铜业	铜、铅、锌	4310	3582	2.76%	450	23	100%
四川岷村银多金属矿	鑫源矿业	铜、铅、锌、金、银	647	577	7.78%	80	10	76%
四川会东大梁铅锌矿	会东大梁	铅、锌	281	273	5.25%	66	5	100%
青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	格尔木西矿	铁、铜、铅、锌	1091	1005	23.75%	75	15	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

青海锡铁山铅锌矿是我国第二大单体铅锌矿。锡铁山铅锌矿资源丰富，蕴藏铅、锌、锡、铜、银、锑、钼、锗、镓等十多种有色金属，其中铅锌储量最大，品位最高。截至 2023 年年末，矿山保有铅锌资源量 1839.17 万吨，矿石储量 1628.46 万吨，品位 7.96%。锡铁山铅锌矿历史悠久，1988 年即已有年出矿 100 万吨的矿山竣工投产。2017 年，年产 132 万吨选矿升级改造项目建成投产，铅锌综合回收率提升至 188%以上，利用充填采矿法使矿山设计损失率和贫化率均控制在 10%以内。截至 2023 年年末，锡铁山铅锌矿矿石年处理量可达 150 万吨，折算铅锌金属量为 11.94 万吨。2018 年，青海省大柴旦镇中间沟-断层沟铅锌矿项目正式开工，于 2021 年 10 月竣工，截至 2023 年年末保有铅锌资源量 203.19 万吨，矿石储量 137.45 万吨，品位 5.42%，年开采规模 20 万吨，折算金属量为 1.08 万吨。同时，锡铁山分公司探矿找矿工作持续进行，我们预计未来锡铁山铅锌矿产能产量有望维持稳定。

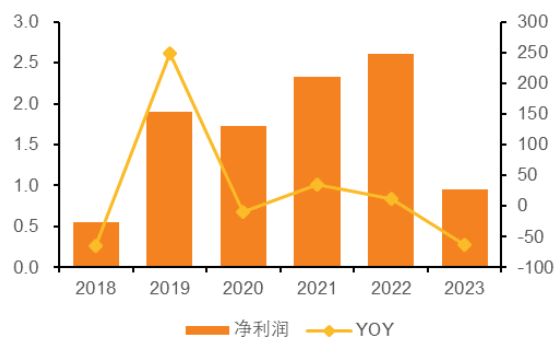
鑫源矿业以呷村银多金属矿为基础，采矿证扩能已经完成。截至 2023 年年末，呷村银多金属矿综合矿石储量 577.37 万吨，铅锌品位 7.78%。2022 年来，鑫源矿业铜铅锌综合回收率指标提升明显。2023 年 10 月鑫源矿业采矿证扩能完成，年矿石处理量从 30 万吨扩张至 80 万吨。2024 年 2 月，鑫源矿业公司成功取得 80 万吨/年安全生产许可证。与开采规模相适配的双证已成功取证，我们预计铅锌产量有望进一步增加。2023 年，鑫源矿业实现营业收入 4.88 亿元，同比-15.43%，实现净利润 0.96 亿元，同比-63.44%，由于锌精矿价格下降，对公司业绩造成一定压力。

图 17：鑫源矿业 2023 年营业收入同比-15.43% (亿元, %)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

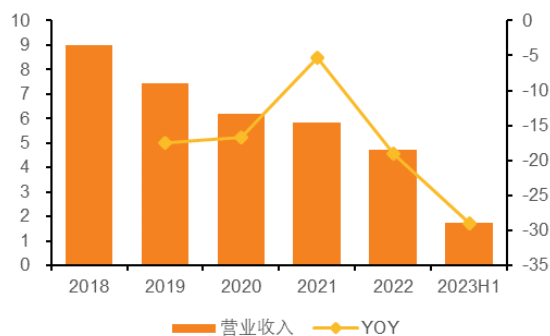
图 18：鑫源矿业 2023 年净利润同比-63.44% (亿元, %)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

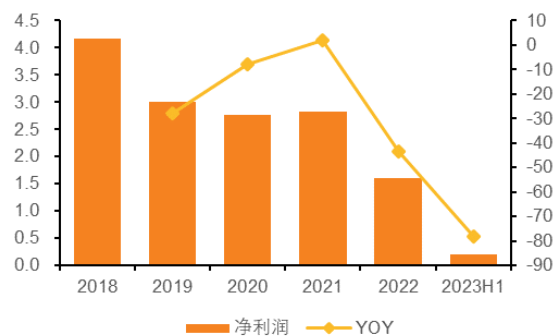
会东大梁矿业以会东大梁铅锌矿为基础，业绩有所承压。会东大梁主营铅锌生产销售，产品涵盖铅精矿、锌精矿及其含银。截至 2023 年年末，保有铅锌储量 273.12 万吨，品位 5.25%。选矿采用国内先进“SABC”碎磨流程和先铅后锌的优化浮选流程，设计采选生产能力 66 万吨/年，折合金属量 3.47 万吨。会东大梁铅锌矿近年来品位下降，已由 2020 年的 9.78%降至 2023 年的 5.25%，叠加锌精矿价格波动影响，会东大梁业绩持续承压。2023 年上半年，会东大梁实现营收 1.73 亿元，同比-29.04%，实现净利润 0.21 亿元，同比-78.1%。2023 年 12 月，公司对会东大梁减资人民币 4 亿元。

图 19：会东大梁 2023 年上半年营业收入同比-29.04% (亿元, %)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：会东大梁 2023 年上半年净利润同比-78.10% (亿元, %)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

西部铜业二选厂技改开工，铅锌产量有望继续增加。2024 年 2 月西部铜业多金属选矿

(二选厂)技改工程于正式开工,项目采用“半自磨+球磨”闭路碎磨作业,铅锌依次优先浮选,铅锌粗精矿分别再磨四次精选的选别流程。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。

2.1.3. 铁矿：改扩建及探转采持续推进，矿石处理能力前景可期

公司共有4座铁矿山。核心矿山包括内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、肃北七角井钒及铁矿以及格尔木拉陵高里河铁多金属矿。公司有在“十四五”末打造千万吨级铁资源基地的计划,目前在稳步推进。2023年,公司进一步增加铁多金属矿资源量467万吨,同时公司现有铁矿项目在进行改扩建以及探转采工作,结合在建项目考虑,我们预计未来几年铁矿石处理能力有望显著提升。

表6：公司主要自有铁矿基本情况（截至2023.12.31）

矿山名称	公司名称	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位	年产量 (万吨/年)	资源剩 余可开 采年限	持股比例
内蒙古双利铁矿	双利矿业	铁	7297	6885	24.10%	340	20	100%
新疆哈密白山泉铁矿	哈密博伦	铁	2379	1982	27.47%	140	14	100%
肃北七角井钒及铁矿	肃北博伦	钒、铁	11056	9526	31.42%	380	33	100%
青海格尔木拉陵高里 河下游铁多金属矿	格尔木西矿	铁、铜、 铅、锌	1091	1005	23.75%	75	15	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

双利矿业主要开发获各琦二号、三号矿床铁矿石资源,并伴生有一定规模的铜矿石和铅锌矿石,集年采选200万吨、生产铁精粉70万吨、加工氧化球团一期60万吨业务于一体。2023年4月,双利铁矿启动“露转地”项目,将在2023-2026年间进行建设,设计矿石采选能力340万吨/年,包括铁矿石300万吨/年、铜矿石20万吨/年、铅锌矿石20万吨/年。项目将拆除矿区现有200万t/a的干选系统,新建处理能力为300万t/a干选系统,工艺由现有“三段一闭路”技改为“新型三段两闭路碎矿+球磨”系统。此外新建湿选系统,建设规模为300万t/a,采用“磨前预选+阶段磨矿阶段选别流程”工艺。

哈密博伦经营白山泉铁矿,截至2023年年末,白山泉铁矿保有铁矿储量1982万吨,品位27.47%。哈密博伦有年采铁矿石180万吨、年产铁精粉40万吨的生产能力,当前年处理矿石量140万吨,是西北地区铁精粉主要生产和供应基地。

肃北博伦矿业从事铁矿、钒矿的采选、冶炼等业务,依托肃北七角井钒及铁矿开展业务。截至2023年年末,肃北七角井钒及铁矿保有铁矿储量9525.87万吨,品位31.42%。肃北博伦原具备年开采、处理铁矿石200万吨,生产铁精粉87万吨,及年开采钒矿石50万吨的生产能力,在黑色金属采选工艺方面拥有同行业先进技术。2023年肃北博伦办理了采矿证扩能手续,证载规模已由250万吨/年扩至380万吨/年。

格尔木西矿于2020年成立,旗下拥有拉陵高里河下游铁多金属矿采矿权以及它温查汉铁多金属矿探矿权。格尔木西矿致力于打造海西铁多金属矿产资源开发整合平台,建设格尔木市铁多金属矿产品生产基地。2023年10月中旬格尔木西矿资源公司收购淦鑫矿业100%股权,布局它温查汉铁多金属矿,截至2023年年末,旗下的它温查汉及它温查汉西两矿区正在办理“探转采”手续。该项目具备4560.92万吨铁矿石,还有伴生的铜、钼资源,多金属综合,预计效益较纯铁矿更好。未来,格尔木西矿将实现多座优质矿山统一筹划、规模化开发和集中选矿,实现整体效益最大化。

2.1.4. 其他矿山：多种金属同步产出

除铜、铅、锌、铁外,公司同步产出镍、钒、金、银等多种金属。新疆哈密市黄山南铜镍矿产出镍,截至2023年年末保有铜镍储量6801万吨,镍品位0.31%。瑞伦矿业22线于2022年5月完成技改,矿山产能大幅提升。此外,近两年由于公司选矿工艺技术攻关,新疆瑞伦钴品位已达到计价标准,镍精粉中所含的钴将贡献部分收入。肃北七角井钒铁矿同步产出钒,截至2023年年末保有钒储量6453万吨,品位为0.91%。四川呷村银多金属矿产出金、银作为副产品,银品位为45.38g/t。

表 7：公司主要自有其他矿山基本情况（截至 2023.12.31）

矿山名称	公司名称	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位	年产量 (万吨/ 年)	资源剩 余可开 采年限	持股比例
肃北七角井钒及铁矿	肃北博伦	钒、铁	7073	6453	0.91%	380	202	100%
新疆哈密瑞伦黄山南 铜镍矿（5-22 线、 22-27 线）	新疆瑞伦	镍、铜	7818	6801	0.31%	111	136	80%
四川岷村银多金属矿	鑫源矿业	铜、铅、 锌、金、银	647	577	银： 45.38g/t	80	10	76%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 盐湖化工：开发利用盐湖资源，镁、锂产业协同发展

公司通过股权投资等方式，布局盐湖提镁、提锂等相关领域。2023 年，公司盐湖化工板块生产高纯氢氧化镁 12.8 万吨，同比+33%；生产高纯氧化镁 55,438 吨，同比+74%。

表 8：盐湖化工板块公司业务情况

公司名称	2023 年 持股比例	产能	2022 年净利润	收购信息
西部镁业	95.94%	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	未披露	2021 年 3 月，公司收购集团控股股东西矿集团所持西部镁业 91.40%股权。2023 年 8 月，公司以债转股形式向西部镁业增资，持股比例增至 95.94%。
东台锂资源	27%	2 万吨/年碳酸锂	35.35 亿元	2022 年 3 月，公司收购控股股东西矿集团所持东台吉乃尔锂资源股份有限公司 27%股权。
泰丰先行	6.29%	18.5 万吨/年磷酸铁锂、1 万吨/年钴酸锂、三元正极材料 8000 吨/年、隔膜 4.2 亿平方米/年	43.25 亿元	2023 年 7 月，公司收购西矿集团所持泰丰先行 6.29%股权。
同鑫化工	94.94%	10 万吨/年无水氟化氢、4 万吨/年制冷剂	未披露	2023 年 2 月，公司收购同鑫化工 67.69%股权。2023 年 5 月，集团以 7 亿元人民币完成对同鑫化工的增资，持股比例增至 94.94%

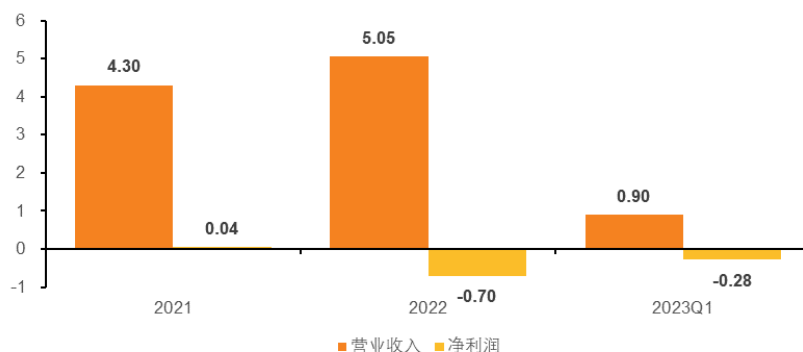
资料来源：公司公告，证券时报网，西部镁业官网，同鑫化工官网，新浪财经，天风证券研究所

镁资源方面，公司 2021 年收购西部镁业 91.4%股权，依靠团结湖镁盐矿稳步发展，从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务。2023 年，西部矿业以债转股形式对西部镁业增资，持股比例增至 95.94%。西部镁业拥有约 25.34 平方公里的富镁卤水矿，截至 2023 年年末，保有镁盐储量 3046.25 万吨，氯化镁品位 36.16%，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。目前，西部镁业生产规模为 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。2021 年至 2023 年，西部镁业累计实现净利润 7111 万元，完成股权转让合同中的业绩承诺。

锂资源方面，2022 年 3 月，公司收购西矿集团持有的东台锂资源 27%股权，依靠东台吉乃尔盐湖实现盐湖提镁、提锂产业协同。东台吉乃尔盐湖是中国锂、硼、钾等矿产资源综合性超大型卤水矿床，截至 2023 年 6 月，探明氯化锂储量 284.78 万吨、硼酸 163.79 万吨、氯化钾 1828.91 万吨，有年产 3 万吨碳酸锂、年产 30 万吨钾肥（硫酸钾）、年产 3 万吨硼酸的生产装置以及配套工程。2023 年，东台锂资源实现营业收入 14.58 亿元，实现归母净利润 8.46 亿元。2023 年 6 月，公司收购控股股东泰丰先行的 6.29%股权，进一步布局碳酸锂下游的磷酸铁锂行业，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。泰丰先行连年保持较高利润率，经营状况良好，根据其公告，2020-2022 年，泰丰先行分别实现净利润 1.04 亿元、8.66 亿元、43.25 亿元，营收能力及利润水平持续增长。

2023 年 2 月，公司收购同鑫化工 67.69%股权，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，融入新能源产业发展赛道，促进公司产业结构升级。2023 年 5 月，集团以 7 亿元人民币完成对同鑫化工的增资，持股比例增至 94.94%。目前，同鑫化工有 10 万吨/年无水氟化氢和 4 万吨/年制冷剂生产项目，其中 10 万吨/年污水氟化氢及 1 万吨/年二氟乙烷已投料试生产，填补了青海省氟化工领域空白，成为打造锂电池产业的重要支撑。2023 年一季度，同鑫化工实现营业收入 9003.38 万元，净利润-2827.42 万元，近年净利润有所承压。

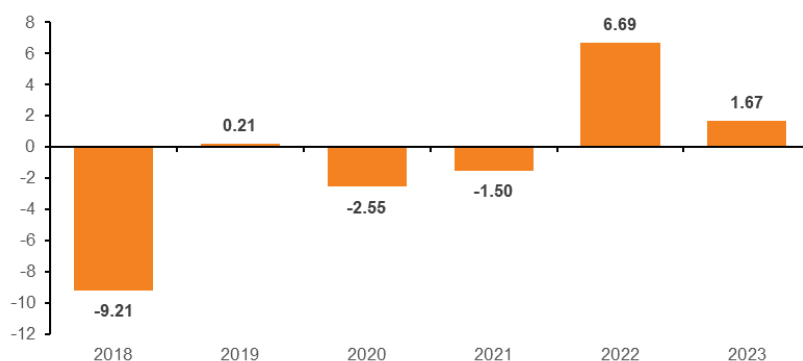
图 21：同鑫化工近年净利润有所承压（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来，公司股权投资收益在长期股权投资收益的拉动下提升明显。2023 年，对联营和合营企业的投资收益实现 1.67 亿元，因锂价下跌导致该部分利润较 22 年显著减少但仍较往年水平处于高位。

图 22：公司长期股权投资收益显著提升（亿元）



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

2.3. 冶炼：比较优势明显，产业持续升级

公司有色金属冶炼板块行业发展比较优势明显。截至 2023 年年末，公司形成电解铜 21 万吨/年、电铅 10 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、偏钒酸铵 2000 吨/年的产能。2023 年，冶炼单位全年生产电解铜（含玉龙湿法铜）18.3 万吨，同比+10.53%；电铅 9 万吨，同比+21.78%；锌锭 11.9 万吨，同比+37.14%；金锭 1.8 吨，同比+9.6%；银锭 131.7 吨。电解铜由于受市场原料供给影响，计划完成率受到一定拖累。2024 年，锌锭及电解铜计划产量有望进一步提升。

表 9：2023 年冶炼单位主要产品生产情况

产品名称	单位	2023 年计划	实际完成	计划完成率	2024 年计划
锌锭	吨	110000	118572	108%	125000
电铅	吨	90000	90925	101%	35558
电解铜(含湿法铜)	吨	200045	182974	91%	217890

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：冶炼企业主要产品一览表（截至 2023 年底）

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	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，天风证券研究所

实施产业升级改造重大项目，提升生产效率及产量。锌冶炼方面，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，其生产的“西矿牌”锌锭（ZN99.995）通过上期所交割品牌注册。2024 年，青海湘和开展绿色提质增效及资源综合利用项目，持续开展系统挖潜工作，提高锌锭产量。

铅冶炼方面，2022 年，西豫金属上线智能计量与检化验系统，促进公司智能化数字化转型升级。2023 年 4 月西豫公司环保升级及多金属综合循环利用改造项目开工建设，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、铋、锡等有色金属，各项工程项目已按照计划正常推进，计划 2024 年年内建成投产。

铜冶炼方面，青海铜业、西部铜材两家单位负责生产运营。青海铜业于 2018 年建成 10 万吨阴极铜项目，并于 2022 年增加 5 万吨阴极铜产能，将公司整体电解铜产能进一步提升至 21 万吨/年。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。

偏钒酸铵方面，西矿钒科技实施的石煤提钒项目是国内首条完善的绿色石煤提钒环保型生产线，采用国内最先进的石煤提钒带余热发电技术，可实现资源的循环综合利用。

2.4. 贸易：开拓金属贸易市场，提升综合盈利水平

公司除生产、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。公司下属上海、香港公司充分发挥地区窗口职能，开拓有色、黑色、贵金属等品种的原料、产品及加工贸易市场，保障冶炼单位生产需求，提升采购综合效益，逐步优化购销渠道。公司利用“西矿牌”锌锭注册交割优势不断摸索、创新营销贸易交易模式，提高汇率和金融衍生品市场风险管理能力，积极捕捉境外资源和产品市场的机会。截至 2023 年年末，公司完成“西矿牌”电解铜上期所交割品牌注册，后续还将积极推动铅、金、银等交割品牌的注册工作。

3. 供给偏紧需求坚挺，铜价中枢预计上行

2020-2021 年疫情期间，全球流动性宽松且供给端受限，在国内企业复工复产的情况下，叠加财政刺激计划和宽松货币政策作用，下游需求恢复，铜价进入上涨周期。2022 年，随着美联储加息美元飙升等多因素影响，铜市进入低迷。2022 年 7 月以来，随着通胀见顶，市场紧缩压力缓解，以及国内利好政策刺激作用下市场信心修复，铜价逐渐回归基本面，做多情绪进一步提升。

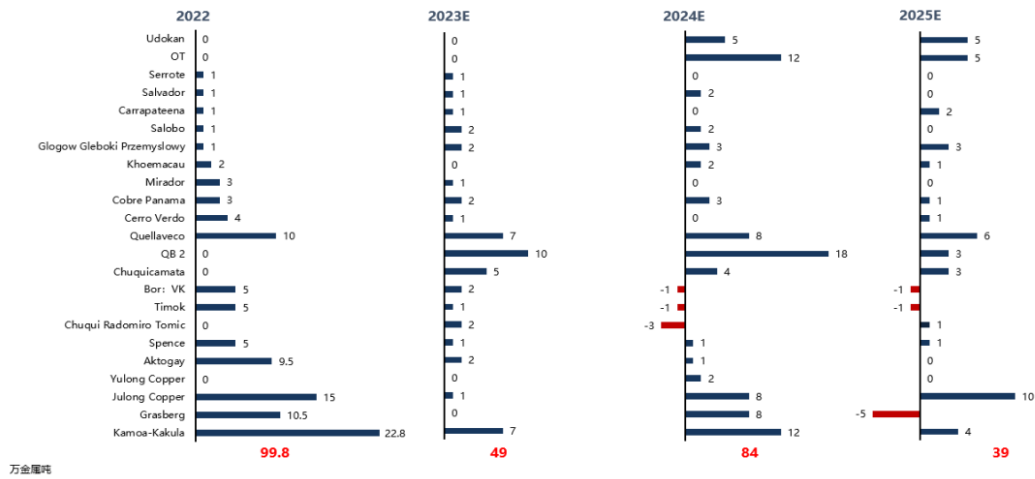
从基本面看，供给方面，矿端扰动事件频发，冶炼端将受原料紧缺制约，同时废铜增量有限，对铜供给补充不足，多因素作用下铜供给预期偏紧。需求方面，传统需求在电网投资托底等作用下展现较强韧性，叠加新兴需求高速增长，整体来看铜需求将持续提升，中长期铜供需缺口或将逐渐放大。供紧需增格局下，铜价中枢预计将稳步上行。

3.1. 供给：矿端干扰增加制约产出，冶炼及废铜增长受限

3.1.1. 矿端：短期扰动事件频发制约产出，中期资本开支限制供给

矿端干扰事件频发导致铜精矿产量增量受限。24 年全球铜矿增量预计主要来自 Udokan、OT 矿、泰克资源 QB 矿 2 期等项目，据 SMM，矿企计划内的产量增量约 84 万吨。由于抗议和政治纷争问题，第一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿自 23 年 11 月开始停产，英美资源也由于运营挫折将 24 年产量削减约 20 万吨，矿端干扰对全球铜矿增量造成影响。

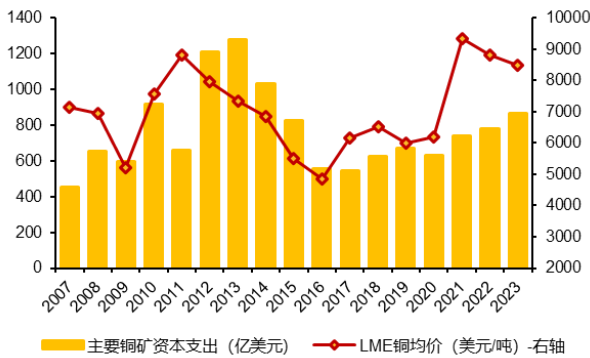
图 23：铜矿端干扰事件频发将会导致实际产量增量不及年初预期



资料来源：SMM，天风证券研究所

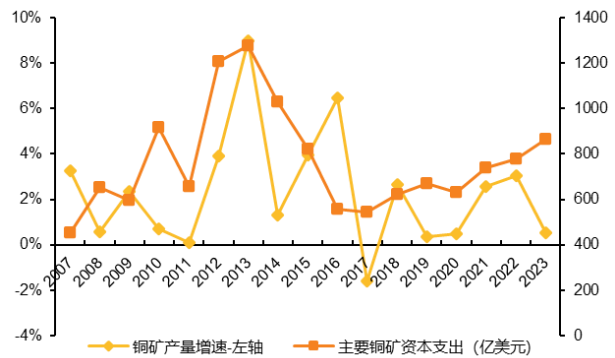
高铜价对资本开支刺激作用减弱，低资本开支限制中期铜矿供给。铜矿资本开支与铜价相关性高，2013 年后铜价降低后资本开支低迷，使得后续铜矿产量增速下滑。2021 年虽然铜价上涨，但铜矿资本开支水平较上轮高点仍有明显差异，我们认为主要是由于全球铜矿成本抬升，同样的价格对资本开支的刺激力度减弱，中长期看限制了铜矿未来供给。

图 24：铜价通常领先于铜企资本开支



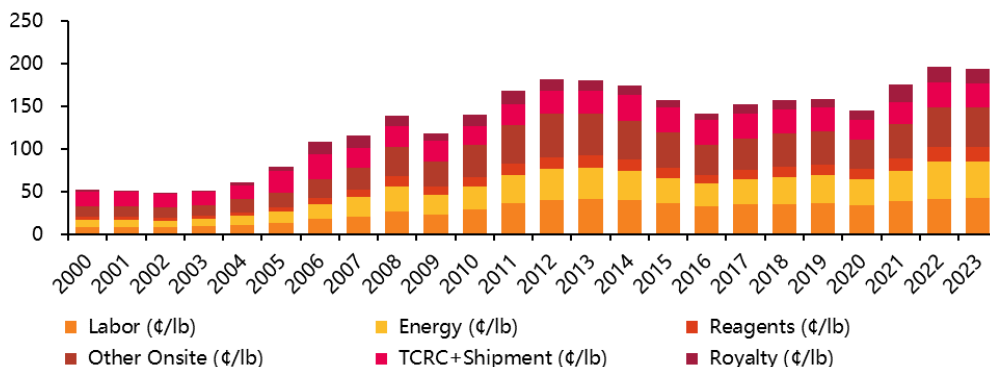
资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

图 25：铜矿产量跟随铜企资本支出



资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

图 26：近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显（美分/磅）



资料来源：标普，天风证券研究所

3.1.2. 精炼铜：加工费快速下滑，制约精铜产出

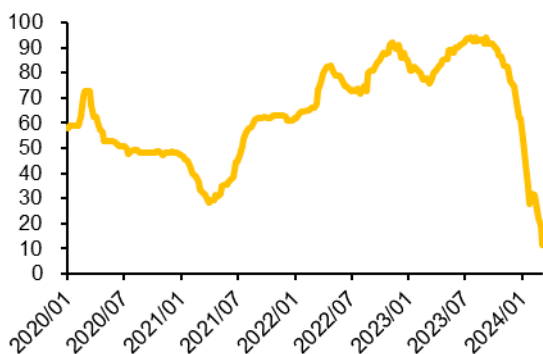
矿端紧张通过大幅下行的加工费传导至冶炼端。2024-2025 年国内有大量冶炼产能待投，偏紧的矿端预期叠加冶炼产能的宽松带来 TC/RC 大幅下行。24 年 3 月 13 日中国有色金属工业协会召开的铜冶炼企业座谈会中，与会企业就调整冶炼生产节奏达成一致，将压减生产负荷、新建产能推迟投运，此外国家也将提高新建铜冶炼项目准入门槛。冶炼端的收紧预计将对精炼铜产量形成制约。

表 11：2024-2025 年国内仍有大量待投产电解铜产能（万吨）

公司名称	新增精炼产能	新增后精炼总产能	投产时间
A	10	35	2025
B	20	20	2024
C	40	70	2024
D	5	10	2024
E	7	10	2024
F	5	15	2024
G	15	15	2025
H	12.5	12.5	2025
I	30	55	2025
J	40	100	2025
K	30	30	2026
L	50	50	2026
M	30	70	待定
N	20	35	待定
O	60	60	待定
合计		577.5	

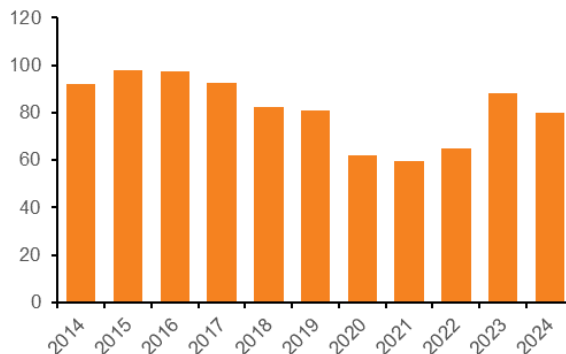
资料来源：SMM，天风证券研究所

图 27：国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行（美元/千吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：24 年铜冶炼厂 TC 长单敲定在 80 美元/吨（美元/吨）



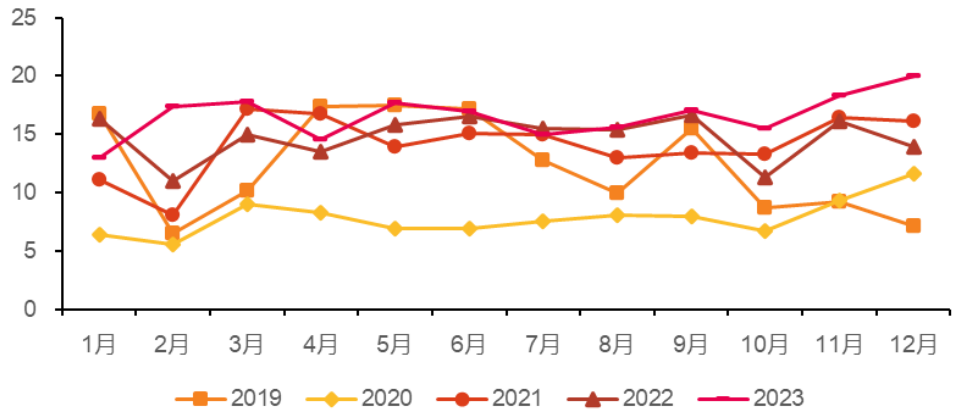
资料来源：SMM，天风证券研究所

3.1.3. 废铜：国内+海外供给短期增量有限

矿端增量相对有限，再生原料形成补充。据 ICSG，2023 年全球电解铜产量 2712 万吨，同比+5.7%，增量 147 万吨。其中再生精炼铜产量 454 万吨，占比 17%，增量 42 万吨。由于矿端增量相对有限，再生铜对铜供应起到一定补充。

废铜总供给显著增长，废铜进口大幅提升。2023 年，国内废铜供应量为 123.8 万吨金属量，同比+49.2%，进口废铜 158.9 万吨金属量，同比+32.4%，进口占比 56.2%。废铜进口的大幅增加受多方面因素影响：伴随更多再生铜杆企业投产，市场对废铜需求增加，拉动废铜进口增加。此外，部分企业为丰厚公司业绩增加再生铜贸易量，叠加海内外疫情影响逐渐减弱，均使得废铜进口量提升。此外，由于 23 年下半年铜进口盈亏窗口打开时间较长，下半年废铜进口高于上半年。

图 29：2023 年废铜进口量大幅增加（万吨）



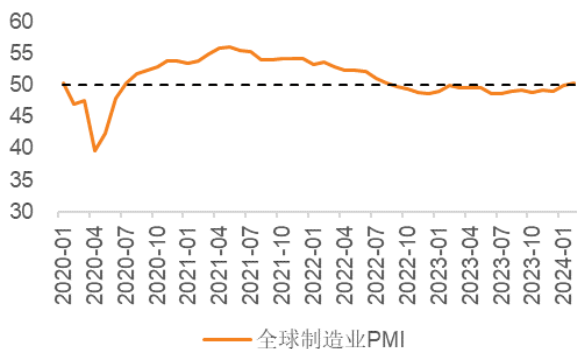
资料来源：钢联，天风证券研究所

多因素干扰，24 年废铜进口增长有限。23 年废铜进口量显著增长，但 24 年进口预计增量有限。首先：美国、日本、马来西亚、泰国、英国仍为 23 年主要进口国，总量占比超 50%，而美国 Ames Copper Group，欧洲 Aurubis、Boliden 和 Umicore 都将在本土斥资建设新的再生铜回收冶炼厂，日本三菱为减少碳排放足迹，也将进一步扩大再生铜回收规模，未来欧美和日本的再生铜将有一部分被本土冶炼厂消化，再生铜出口量或将减少，我国废铜进口将相应受到影响。此外，欧元区经济恢复较慢，废铜供应或将减少。地缘政治问题也对船期与费用造成干扰，或影响再生铜贸易商下单量。国内方面，由于国内废铜回收拆解情况不佳，供应增量比较有限。综合考虑，24 年废铜进口或难有明显增量，废铜采购价格也或将增加。

3.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长

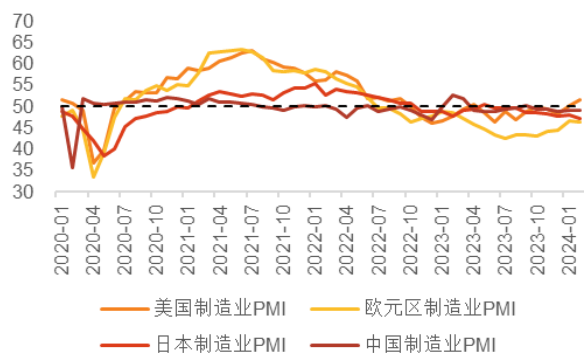
23 年全球制造业 PMI 偏弱，低基数下铜需求有望改善。2023 年，全球制造业 PMI 基本处于 50% 的荣枯线之下，对铜的需求形成压制。进入 2024 年，受益于订单增长强劲，美国制造业连续实现增长，2 月制造业 PMI 创 17 个月以来新高。国内在新能源行业（新能源汽车、电池和可再生能源）的带动以及经济托底政策（债券、信贷和股权）的配合下，经济逐渐稳定，PMI 亦有回升趋势。当前全球制造业 PMI 重回 50 以上，铜需求预期有望持续改善。

图 30：2023 年全球制造业 PMI 基本处于荣枯线之下



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

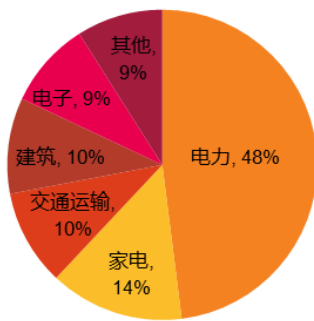
图 31：主要经济体制造业 PMI 走势有所分化



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

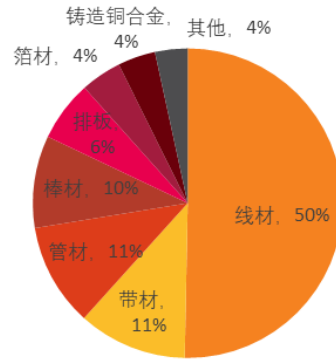
电力为国内铜主要应用领域。从终端消费领域来看，电力为主要消费领域，2022 年需求占比达到 48%，家电占比 14%，交通运输/建筑/电子分别占比 9%-10%。按品种分类，铜加工材以线材为主，2023 年产量占比 50%左右；带材/管材/棒材分别占 10%-11%；排板/箔材/铸造合金分别占 4%-6%。

图 32：2022 年铜加工市场下游需求结构中电力占主要部分



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 33：2023 年铜加工材分品种产量中线材占半数

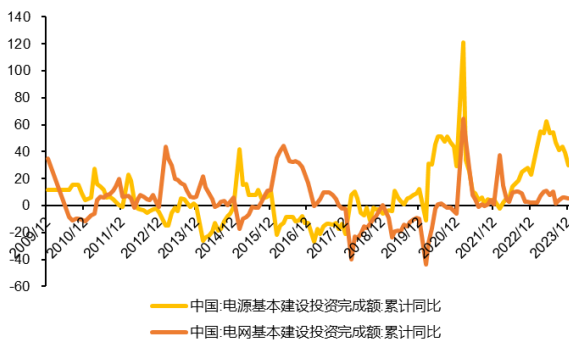


资料来源：中国有色金属加工工业协会，天风证券研究所

3.2.1. 传统需求：电网投资托底用铜需求，建筑地产领域仍有支撑

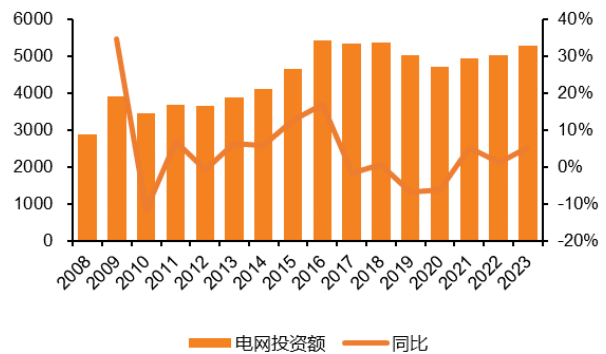
电力是国内铜下游第一大应用领域，电网投资对铜需求形成托底。电力行业消费铜主要包括发电端、输变电和配电等领域，以电线电缆用铜最多。2023 年国家电网基本建设投资完成额 5275 亿元，同比+5.3%，年国内电源/电网投资累计增速分别为+30.1%/+5.4%。十四五期间电网投资将维持高位，对铜需求形成托底作用。

图 34：2023 年国内电源及电网投资维持高增长 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

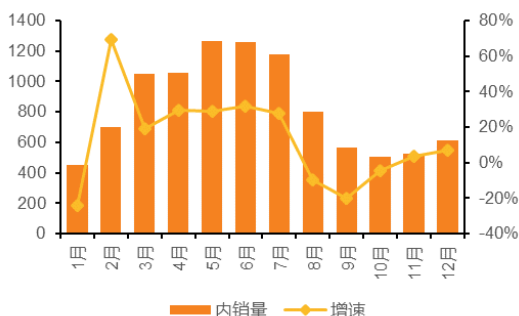
图 35：国内电网基本建设投资完成额连续增长 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

家电领域空调产量扩张，2024 年出口利好因素较多。家电板块中空调铜消耗量占约 80%，为主要耗铜领域。2023 年，家用空调产量 16869.2 万台，同比+11.1%，内销 9959.7 万台，同比+13.8%，出口 7084.4 万台，同比+7.8%。对于 2024 年需求，国内方面由于消费者购买力较弱，且伴随地产行业的周期性下行，消费者配置或更新家电的意愿走弱，对需求有所抑制。但中长期维度下基于大家电渗透率仍有提升空间，叠加存量需求的提升，国内需求仍然有望提振。出口方面，2023 年三季度以来海外渠道商、上市公司库销比延续同比回落，高库存已逐步去化，同时家电卖场销售在低基数的效应下同比回升，需求呈现拐点。补库需求及市场需求修复预计有望在 2024 年上半年带动家电出口增长。

图 36：2023 年国内空调市场 2-7 月出货高增 (万台)



资料来源：钢联，天风证券研究所

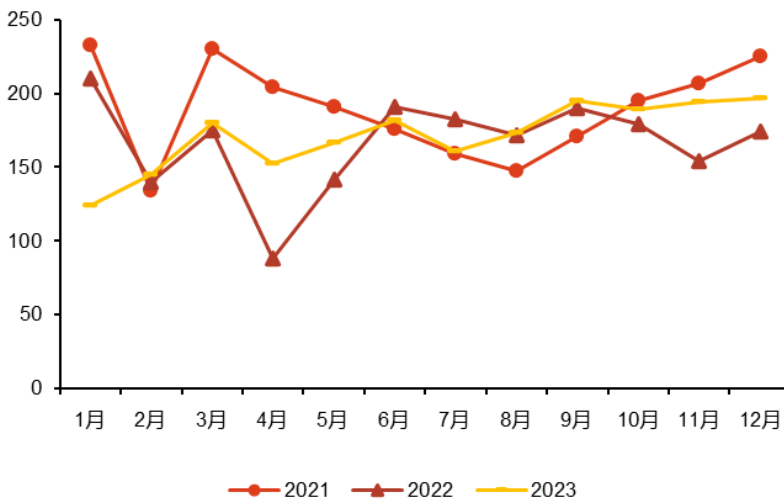
图 37：2023 年出口空调市场 5 月以来增速转正 (万台)



资料来源：钢联，天风证券研究所

交运领域铜耗增速下降，传统汽车增长空间有限。 交通运输为铜第三大下游应用领域，汽车零件为领域内用铜主力。2023 年国内传统汽车销量 2060 万辆，同比+3.1%。在国家及地方政策推动叠加地方购车促销活动作用下，市场需求逐步释放。11 月以来，汽车市场发展良好，叠加年末车企冲量，汽车市场向好态势超出预期，产销量创历史新高。十三五以来交通运输行业领域整体年均铜消费增速约为 1.9%，较十二五期间下降约 3.5pct，年均增速变化呈稳中有降趋势。同时由于新能源车对传统汽车的替代，预计未来传统车产量增长空间有限。

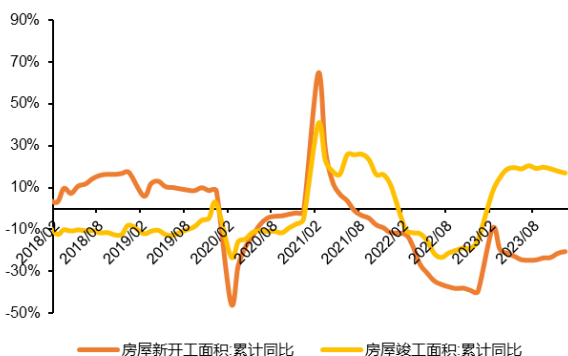
图 38：2023 年国内传统汽车销量同比增长 3.1%（万辆）



资料来源：Wind，天风证券研究所

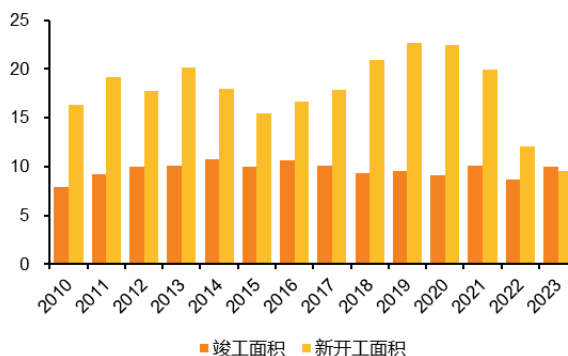
利好政策创造支撑，建筑地产存在韧性。 建筑领域中铜消费以电线电缆为主体，占建筑用铜的 70%以上。近年国内房屋新开工面积下滑，对建筑用铜造成一定拖累。2022 年 7 月政治局会议将“保交楼”写入政治局会议文件，随后央行、住建部等部门出台多项措施，“保交楼”成为房地产行业出清过程中首要目标之一。2023 年，国内竣工面积 9.98 亿平，同比+15.8%止跌回升。2024 年政府工作报告提出，要促进房地产市场平稳健康发展，加大保障性住房建设和供给，推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造。在“保交楼”等一系列利好政策的推动下，预计建筑领域用铜将存在一定支撑。

图 39：2023 年 2 月以来国内房屋竣工面积维持增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：国内房屋新开工面积有所下滑（亿平）



资料来源：Wind，天风证券研究所

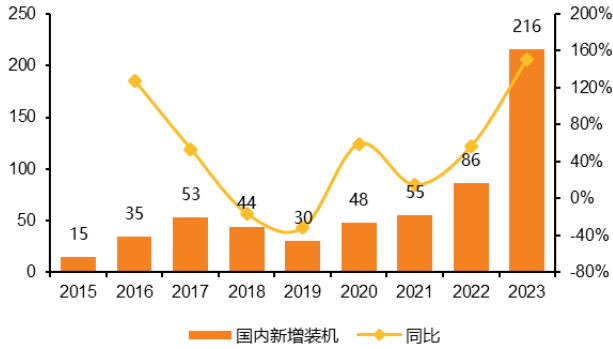
3.2.2. 新兴需求：占比持续提升，平滑传统需求周期性波动

光伏装机超出预期，风电发展迎来转折。 2022 年《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》提出至 2030 年风光发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的目标。预计在“双碳”目标下，我国新增风光装机量将保持较快增长。国际铜业协会数据显示，光伏装机用铜量为 0.4 万吨/GW，海上风电装机容量用铜 0.68 万吨/GW，陆上风电装机容量用铜 0.28 万吨/GW。

2023 年在光伏电站投资经济性及环境效益提升的驱动下，全年国内光伏新增装机

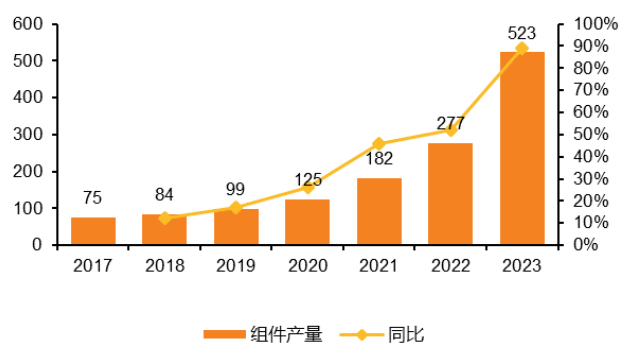
216GW，同比+151%；光伏组件产量 523GW，同比+89%。光伏装机高增速将使铜需求快速增长。据有色金属工业网预测，2024 年国内光伏新增装机容量为 210GW，用铜量或将达 84 万吨，约占国内铜总需求量的 5.6%。

图 41：2023 年国内光伏新增装机量增长达 151% (GW)



资料来源：Wind，天风证券研究所

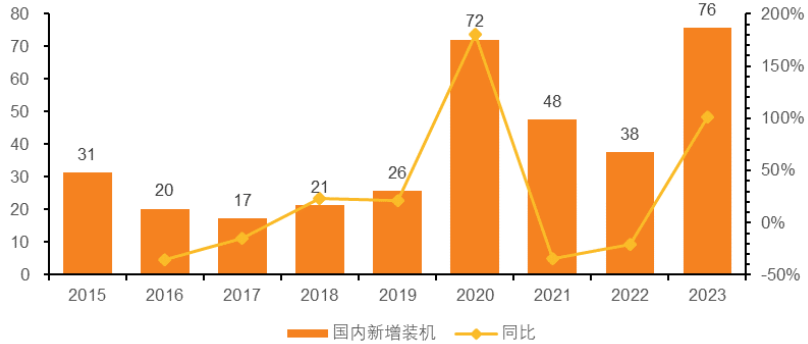
图 42：2023 年国内组件产量增长 89% (GW)



资料来源：钢联，天风证券研究所

2023 年，风电增长筑底反弹，新增装机容量 75.7GW，同比+101%。十四五为风电发展的关键时期，2024 年随着大基地项目加快建设，风电新增装机有望创历史记录。按 2024 年国内新增风电装机容量 75GW，陆上风电和海上风电新增装机分别为 65GW 和 10GW 测算，预计风电新增装机用铜量将达到 25 万吨左右，占国内铜需求比重约 1.7%。

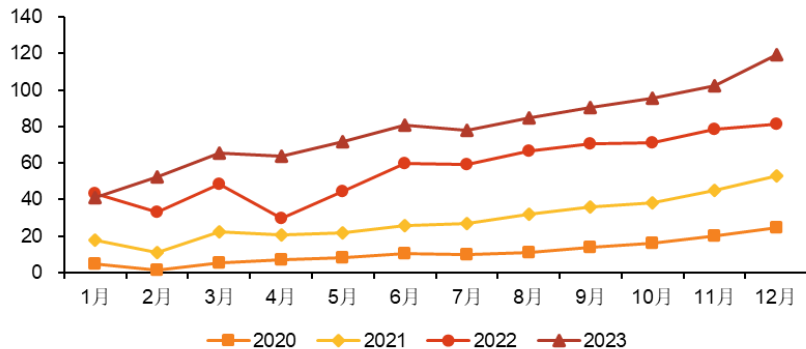
图 43：国内风电新增装机量筑底反弹 (GW)



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

新能源车单车用铜量较高，产销高景气有效补充铜需求。新能源车用铜量高于传统汽车，电机内部大量使用电阻及铜圈，连接器、锂电铜箔和线束成为用铜增量来源，充电桩也成为助推铜需求增长的重要领域。据国际铜业协会和 IDTechEx，纯电动乘用车平均单车用铜量约为 83 千克，达传统燃油车的 3-4 倍。2023 年，在年初新能源补贴退坡以及燃油车降价抢占市场份额的背景下，国内新能源汽车销量 944.8 万辆，同比+37.5%，行业维持了较高的景气度。据有色金属工业网预测，假设 2024 年国内新能源汽车销量为 1100 万辆，则新能源汽车用铜量将达到 91 万吨，占铜需求比重约 6.1%。

图 44：2023 年国内新能源车销量维持高景气度 (万辆)

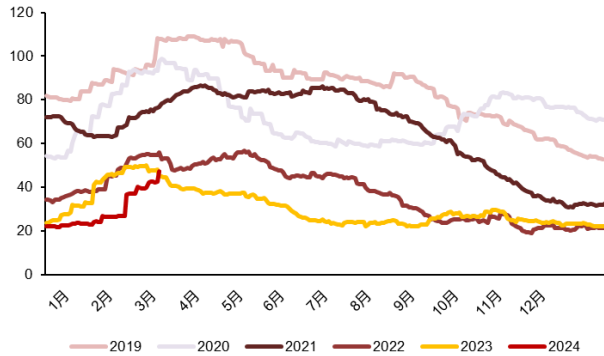


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 供紧需增，预计铜价中枢将稳步上行

基本面看，供应端短期矿端干扰事件频发导致产出不及预期，中长期低资本开支限制矿端供给，虽然冶炼端新投产能较多，但考虑到急速下滑的加工费以及原料端原生矿以及废铜增量有限，预计电解铜产出受限。而需求端全球传统需求预计有修复预期，此外新能源需求有望在未来几年持续提供增量。供紧需增背景叠加当前全球铜库存水平位于历史低位，我们预计中长期铜价中枢将稳步上行。

图 45：全球铜库存水平位于历史低位（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 12：中长期铜供需缺口将逐渐放大（万吨）

	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2026f	2027f	2028f
	Year	Year	Year	Year	Year	Year	Year	Year
Mined output	2,127	2,202	2,240	2,312	2,458	2,519	2,575	2,650
Change YOY (%)	2.6	3.6	1.7	3.2	6.3	2.5	2.2	2.9
Smelter output	1,907	1,909	1,988	2,089	2,237	2,332	2,394	2,435
Change YOY (%)	2.5	0.1	4.1	5.1	7.1	4.2	2.7	1.7
Refined output	2,463	2,497	2,600	2,692	2,834	2,917	2,964	3,012
Change YOY (%)	3.1	1.3	4.2	3.5	5.3	2.9	1.6	1.6
Refined use	2,482	2,530	2,603	2,674	2,773	2,867	2,962	3,053
Change YOY (%)	5.8	1.9	2.9	2.7	3.7	3.4	3.3	3.1
Refined balance	-19	-33	-2	18	61	50	2	-40

资料来源：标普，天风证券研究所

4. 盈利预测

铜钼精矿：1) 产量：铜矿方面，玉龙铜矿一二选厂技改已经完成，同时三期项目在推进当中，预计有望于 2025 年年末建成。假设 24-26 年铜精矿产量分别为 15.9/16.5/19.5 万吨，其中玉龙铜矿产量分别为 14.5/15.0/18.0 万吨。钼精矿产量随玉龙铜矿扩产相应增加，24-26 年钼精矿产量预计分别为 3995/4000/5000 吨。**2) 价格：**基于当前铜价中枢提升的背景，预计电解铜 24-26 年价格为 7.5/7.8/7.8 万元/吨。钼精矿均价 4000 元/吨度。**3) 成本：**预计铜精矿生产成本持稳。

铅锌精矿：1) 产量：根据公司 23 年年报产量指引，铅锌精矿 24 年产量将有一定缩减。而随着鑫源矿业证照落地，以及西部铜业二选厂技改的推进，铅锌矿石年处理量未来或有显著提升。预计 24-26 年铅精矿产量 5.2/7.0/7.5 万吨，锌精矿产量 10.9/13/13.5 万吨。**2) 价格：**预计铅锌价格基本持稳，含税铅锌价格分别为 1.52 万元/吨与 2.3 万元/吨。**3) 成本：**预计铅锌精矿生产成本持稳，约为 1.1 万元/吨。

其他产品以及冶炼及贸易等业务：铁类产品方面，双利铁矿“露转地”正在进行，肃北博伦产能论证持续推进，青海格尔木探转采也在进行，我们认为铁类产品短期增量不明显，3-5 年内预计体现明显量增。盐湖方面，锂产品等在价格波动背景下，产销基本维稳。冶炼及贸易等业务综合往年水平来看，营业收入水平有所波动，而毛利水平较为稳定。2024 年由于电铅产量指引明显降低，铅类冶炼产品营收预计将受影响，其他冶炼产品及

贸易等业务营业收入预计仍有年均 5%左右的增长，毛利基本持稳。

表 13：分业务营业情况

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	铅类产品	12.1	18.7	15.7	18.9	20.1
	其中：铅精矿	7.8	9.4	7.9	10.6	11.4
	其中：其他	4.3	9.3	7.9	8.3	8.7
	锌类产品	43.7	49.7	50.0	54.7	57.1
	其中：锌精矿	28.3	26.1	25.2	29.9	31.1
	其中：其他	15.4	23.6	24.8	24.8	26.0
	铜类产品	255.3	284.7	316.6	327.6	349.4
	其中：铜精矿	74.1	68.6	89.8	96.2	113.4
	其中：其他	181.2	216.0	226.8	231.4	236.0
	钼精矿	8.0	11.7	16.0	16.0	20.0
其他产品及业务	78.5	62.8	61.0	60.0	60.0	
	合计	397.6	427.5	459.3	477.2	506.6
营业成本 (亿元)	铅类产品	8.1	13.4	10.9	13.6	14.4
	其中：铅精矿	5.7	6.6	5.7	7.7	8.3
	其中：其他	2.4	6.7	5.2	5.9	6.1
	锌类产品	33.4	42.0	41.6	44.3	46.0
	其中：锌精矿	12.3	13.2	12.0	14.3	14.9
	其中：其他	21.0	28.8	29.6	30.0	31.1
	铜类产品	211.0	241.3	256.6	262.5	273.8
	其中：铜精矿	38.7	39.3	41.4	42.7	50.2
	其中：其他	172.3	202.0	215.2	219.8	223.6
	钼精矿	0.9	0.9	1.1	1.1	1.3
其他产品及业务	67.2	52.8	50.3	49.3	49.5	
	合计	320.5	350.4	362.7	373.0	387.8
毛利润 (亿元)	铅类产品	4.0	5.3	4.9	5.3	5.7
	其中：铅精矿	2.1	2.8	2.2	2.9	3.2
	其中：其他	1.9	2.5	2.7	2.4	2.5
	锌类产品	10.3	7.6	8.3	10.4	11.1
	其中：锌精矿	16.0	12.8	13.1	15.6	16.2
	其中：其他	-5.7	-5.2	-4.8	-5.2	-5.1
	铜类产品	44.3	43.3	60.0	65.1	75.6
	其中：铜精矿	35.4	29.3	48.3	53.5	63.2
	其中：其他	8.9	14.0	11.6	11.5	12.4
	钼精矿	7.1	10.8	12.7	12.7	15.9
其他产品及业务	11.3	10.0	10.7	10.7	10.5	
	合计	77.1	77.1	96.6	104.2	118.8

资料来源：公司公告，天风证券研究所

综上，预计公司 24-26 年实现营业收入 459.3/477.2/506.6 亿元，分别同比增长 7.4%/3.9%/6.2%。归母净利润 39.7/44.7/48.3 亿元，分别同比增长 42.4%/12.5%/8.0%。当前市值对应 PE 分别为 12/11/10 倍。参考可比公司估值，给予 24 年 15x PE，目标价 25.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值情况（截至 2024 年 5 月 30 日）

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
601899.SH	紫金矿业	4736.6	211.19	263.4	331.0	22.4	18.0	14.3
603993.SH	洛阳钼业	1824.6	82.50	108.6	122.7	22.1	16.8	14.9
603979.SH	金诚信	359.9	10.31	17.4	23.1	34.9	20.6	15.6
	均值					26.5	18.5	14.9
601168.SH	西部矿业	476.8	27.89	41.7	49.4	17.1	12.0	10.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司数据均来自于 wind 一致预期

5. 风险提示

项目建设不及预期风险：公司当前在推进玉龙铜矿三期改扩建项目、鑫源矿业开发项目、双利铁矿“露转地”项目、格尔木西矿“探转采”项目等，若项目建设及投产情况不及预期，将对公司盈利产生负面影响。

采矿与冶炼生产经营波动风险：公司以矿山板块作为核心主业，矿山生产易受工业事故、矿产坍塌、恶劣天气、设备故障、自然灾害等影响，可能导致公司的矿场或冶炼厂受到财产损失，并对公司正常生产经营造成干扰，影响产品产销量及公司盈利状况。

产品价格波动风险：公司铅类、锌类、铜类、铁类产品等的市场价格受宏观经济形势、行业景气程度及市场供需情况等多种因素影响，存在价格波动风险，可能对公司经营业绩造成影响。

测算具有主观性：本文涉及对公司产品的实际产销量等数据的测算，相关假设具有一定主观性，可能与公司实际经营情况存在一定差异，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,521.82	5,435.78	11,571.10	13,175.17	20,689.58
应收票据及应收账款	818.86	638.56	1,020.10	703.09	1,126.19
预付账款	203.45	65.55	236.72	74.14	249.00
存货	3,464.77	3,162.14	3,890.80	3,362.52	4,177.33
其他	4,593.18	2,107.47	2,792.39	2,692.10	2,735.28
流动资产合计	15,602.08	11,409.51	19,511.11	20,007.02	28,977.38
长期股权投资	4,668.11	4,368.97	4,368.97	4,368.97	4,368.97
固定资产	21,558.13	22,594.82	21,059.56	19,799.29	18,229.03
在建工程	869.88	1,759.39	1,959.39	2,459.39	2,659.39
无形资产	6,233.54	6,421.24	6,306.01	6,160.35	6,013.83
其他	3,884.92	5,512.78	4,825.10	5,168.94	4,997.02
非流动资产合计	37,214.58	40,657.21	38,519.03	37,956.95	36,268.23
资产总计	52,816.67	52,066.71	58,030.14	57,963.97	65,245.61
短期借款	6,487.39	5,666.69	5,385.29	4,846.76	5,331.44
应付票据及应付账款	3,716.80	2,914.99	4,137.95	3,115.37	4,424.48
其他	8,820.63	6,540.99	7,378.72	7,078.36	7,558.89
流动负债合计	19,024.82	15,122.67	16,901.97	15,040.50	17,314.81
长期借款	9,950.64	13,595.16	14,954.68	13,459.21	14,805.13
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,871.15	2,779.08	2,825.11	2,802.10	2,813.61
非流动负债合计	12,821.78	16,374.24	17,779.79	16,261.31	17,618.73
负债合计	32,257.62	31,723.17	34,681.76	31,301.80	34,933.55
少数股东权益	4,414.59	5,075.47	6,098.21	7,164.38	8,407.79
股本	2,383.00	2,383.00	2,383.00	2,383.00	2,383.00
资本公积	5,283.13	4,980.71	4,980.71	4,980.71	4,980.71
留存收益	8,190.11	7,646.45	9,632.82	11,867.48	14,281.17
其他	288.21	257.92	253.65	266.59	259.39
股东权益合计	20,559.05	20,343.55	23,348.38	26,662.17	30,312.07
负债和股东权益总计	52,816.67	52,066.71	58,030.14	57,963.97	65,245.61

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,083.80	4,233.28	3,972.74	4,469.34	4,827.38
折旧摊销	1,839.93	2,024.34	2,078.29	2,113.67	2,134.56
财务费用	828.12	810.42	836.88	797.87	920.11
投资损失	(650.45)	(321.97)	(250.00)	(200.00)	(100.00)
营运资金变动	3,944.90	(649.82)	103.07	(197.26)	287.90
其它	(794.59)	142.98	2,081.51	2,182.74	2,536.63
经营活动现金流	10,251.72	6,239.22	8,822.48	9,166.37	10,606.59
资本支出	5,434.65	3,919.30	581.76	1,230.76	606.26
长期投资	3,609.26	(299.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(12,668.71)	(6,691.85)	(686.16)	(2,673.29)	(944.61)
投资活动现金流	(3,624.80)	(3,071.68)	(104.40)	(1,442.52)	(338.35)
债权融资	(2,455.04)	1,070.79	430.60	(2,831.87)	910.49
股权融资	(3,453.31)	(1,524.22)	(3,013.37)	(3,287.90)	(3,664.31)
其他	179.15	(3,214.53)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(5,729.20)	(3,667.96)	(2,582.76)	(6,119.77)	(2,753.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	897.72	(500.42)	6,135.32	1,604.07	7,514.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	39,762.48	42,748.12	45,932.23	47,719.04	50,656.87
营业成本	32,048.20	35,036.00	36,272.28	37,302.81	38,776.37
营业税金及附加	768.44	739.46	794.54	825.45	886.50
销售费用	28.35	31.80	32.15	33.40	40.53
管理费用	763.97	911.04	918.64	954.38	1,063.79
研发费用	393.10	574.16	688.98	715.79	861.17
财务费用	846.37	822.38	836.88	797.87	920.11
资产/信用减值损失	(215.37)	(29.10)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
公允价值变动收益	118.54	72.96	36.04	50.40	49.80
投资净收益	650.45	321.97	250.00	200.00	100.00
其他	(1,148.87)	(818.01)	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,509.29	5,085.45	6,614.79	7,279.74	8,198.22
营业外收入	172.30	22.23	170.00	140.00	80.00
营业外支出	19.75	388.42	60.00	60.00	60.00
利润总额	5,661.84	4,719.26	6,724.79	7,359.74	8,218.22
所得税	578.04	485.98	706.58	758.05	904.00
净利润	5,083.80	4,233.28	6,018.21	6,601.68	7,314.21
少数股东损益	1,637.81	1,444.00	2,045.47	2,132.34	2,486.83
归属于母公司净利润	3,445.99	2,789.28	3,972.74	4,469.34	4,827.38
每股收益(元)	1.45	1.17	1.67	1.88	2.03

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.55%	7.51%	7.45%	3.89%	6.16%
营业利润	9.39%	-7.69%	30.07%	10.05%	12.62%
归属于母公司净利润	17.51%	-19.06%	42.43%	12.50%	8.01%
获利能力					
毛利率	19.40%	18.04%	21.03%	21.83%	23.45%
净利率	8.67%	6.52%	8.65%	9.37%	9.53%
ROE	21.34%	18.27%	23.03%	22.92%	22.04%
ROIC	21.41%	17.93%	21.28%	24.33%	27.92%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	61.07%	60.93%	59.77%	54.00%	53.54%
净负债率	66.43%	81.78%	50.41%	30.50%	8.07%
流动比率	0.80	0.74	1.15	1.33	1.67
速动比率	0.62	0.54	0.92	1.11	1.43
营运能力					
应收账款周转率	44.34	58.66	55.38	55.38	55.38
存货周转率	11.93	12.90	13.02	13.16	13.44
总资产周转率	0.77	0.82	0.83	0.82	0.82

每股指标(元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.45	1.17	1.67	1.88	2.03
每股经营现金流	4.30	2.62	3.70	3.85	4.45
每股净资产	6.77	6.41	7.24	8.18	9.19

估值比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率	13.84	17.10	12.00	10.67	9.88
市净率	2.95	3.12	2.76	2.45	2.18
EV/EBITDA	4.26	5.90	6.25	5.56	4.67
EV/EBIT	5.28	7.73	7.96	6.99	5.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com