供需两端映景气，铜价趋势露锋芒

铜行业深度报告

证券研究报告

太平洋证券研究院 新能源团队

首席 刘强 执业资格证书登记编号：S1190522080001

分析师 梁必果 执业资格证书登记编号：S1190524010001

研究助理 钟欣材 一般证券业务登记编号：S1190122090007

2024年7月5日

报告摘要

1、铜价波动主要受全球宏观经济景气度影响，近年来供应端扰动愈发明显。从铜价历史波动来看，主要受到全球宏观经济景气度的影响，其上行多伴随全球经济的快速发展，下行多源于不同国家金融危机引发的衰退。近年来，由于铜矿长期资本开支不足、存量矿山品位下滑、地缘政治引发矿山减停产等因素，供应端的扰动对价格影响愈发明显。

2、供给端：铜矿长期供应增量乏力。全球铜矿企业资本开支自2013年见顶后逐步放缓，长期资本开支偏低导致供应增量不足，近年来新发现铜矿数量很少，随着持续开采，存量矿山品位下滑成为长期趋势。我们统计了全球主要矿业企业项目规划，根据不完全统计，2024-2026年全球铜精矿新投产增量分别为119/73/32万吨，主要的增量来自于刚果（金）、智利、蒙古等。值得注意的是，受地缘政治、环保、安全事故等影响，自2023年下半年以来，全球发生了多起矿山减停产事件，这对未来全球铜矿供应带来了更多隐患。

3、需求端：电力和新能源带来主要铜需求增量。铜下游需求主要为电力、家电、建筑业、工程机械、交通运输等，在传统行业领域，电力投资增长带来主要的用铜增量；在新能源领域，新能源汽车、光伏、风电带来主要的用铜增量，我们测算2024-2026年全球铜需求增速同比增长为3.7%/2.5%/2.4%。

4、平衡表：我们预测2024-2026年全球铜需求量为2754/2823/2891万吨，全球铜供应量（铜矿产量+再生精炼铜）为2735/2822/2860万吨，供需缺口（供给-需求）为-19/-1/-31万吨，铜矿供应不足或成为长期趋势。

5、投资建议：从中长期看铜矿具有较好的供需格局，行业景气度有有望持续，建议关注：紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、金诚信、西部矿业等。

风险提示：下游需求不及预期；矿山投产进度超预期；美联储紧缩超预期。

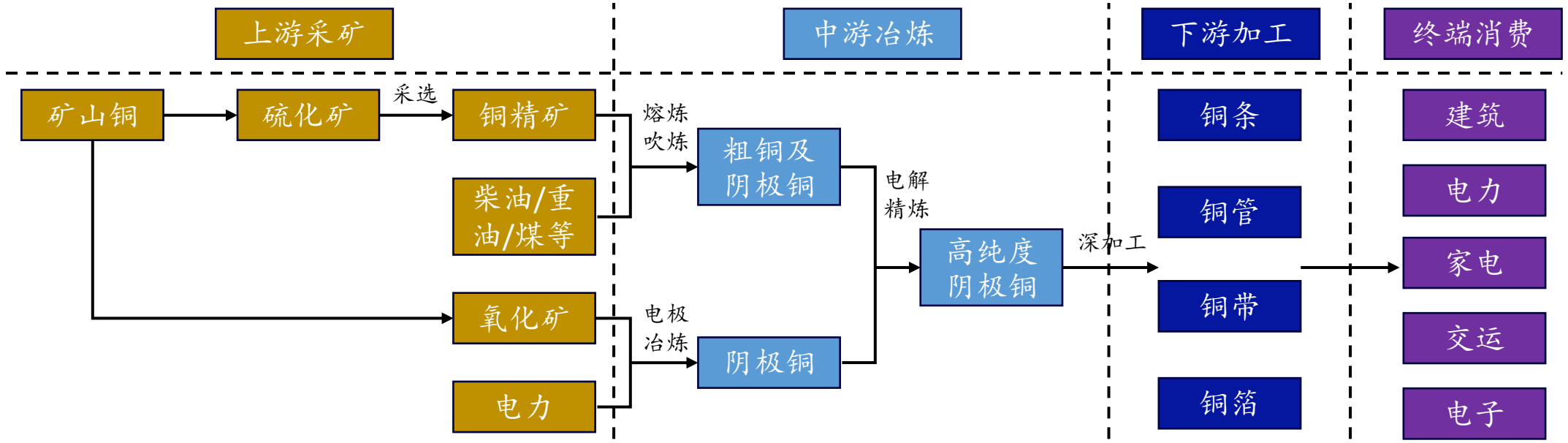
目录
Contents

1 铜价波动主要受全球宏观经济景气度影响
2 供应端：受多重因素影响，长期供应增量显乏力
3 需求端：新能源快速增长，带来铜需求主要增量
4 相关标的介绍
5 风险提示

1.1 铜产业链从上至下分别为采矿、冶炼、加工和终端消费

铜产业链从上至下分别为采矿、冶炼、加工和终端消费。采矿环节是指铜矿石经过破碎、磨矿、浮选等处理，最终得到含有较高纯度的铜精矿的过程；冶炼环节是指通过熔炼、电解、脱氧等过程将铜精矿中的杂质进一步去除，该环节包括粗炼和精炼，产物分别为阳极铜和电解铜；加工环节是指将精炼铜加工为各种材料，包括铜线、铜条、铜管、铜带、铜箔等；终端环节是指各种铜材料经过进一步深加工进入终端消费领域，包括建筑、电力、家电、交运、电子等行业。

图：铜产业链示意图



资料来源：北方铜业公告，太平洋研究院整理

1.2 铜价波动主要受全球宏观经济景气度及供应等因素影响

铜价波动主要受全球宏观经济景气度影响，近年来供应端扰动愈发明显。从铜价历史波动来看，主要受到全球宏观经济景气度的影响，其上行多伴随全球经济的快速发展，下行多源于不同国家金融危机引发的衰退。近年来，由于铜矿长期资本开支不足，存量矿山资源品位不断下滑，供应端的扰动对价格影响愈发明显。

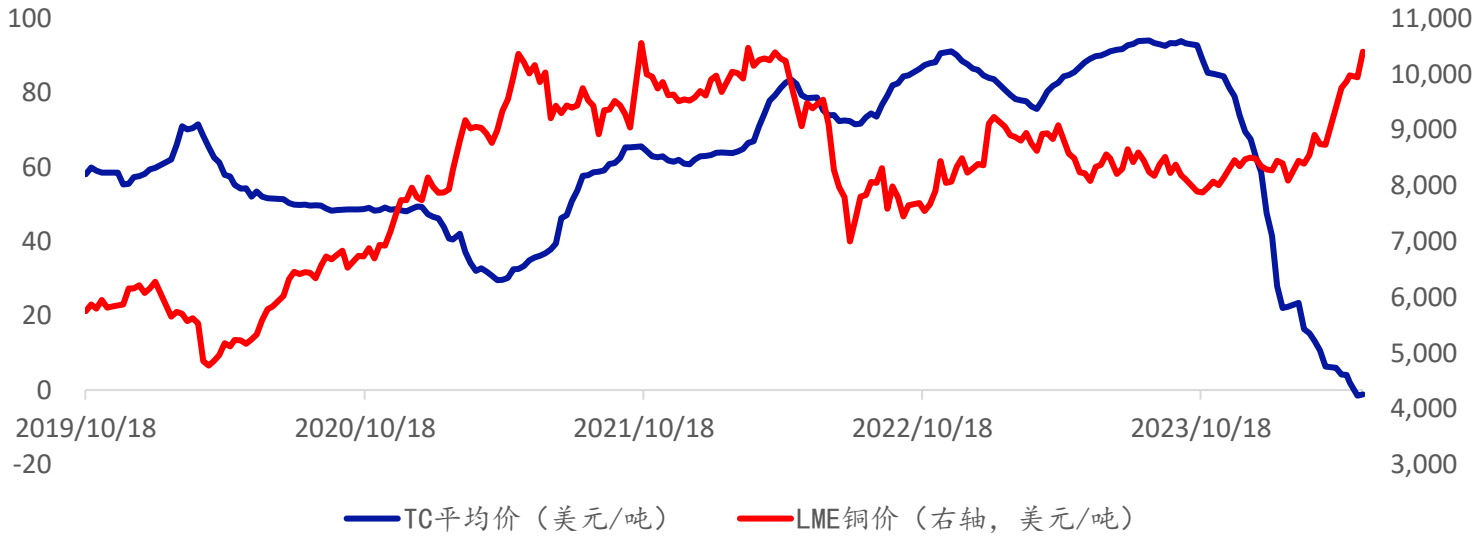
图：铜价历史走势复盘



1.3 TC/RC是将精铜矿加工为精铜的费用，与铜价呈现负相关性

TC/RC是将精铜矿加工为精铜的费用，通常与铜价呈现负相关性。TC/RC（Treatment and refining charges for Processing concentrates）是指将精铜矿加工为精铜的费用，TC/RC是矿产商（卖方）向冶炼厂（买方）支付的费用，目前通用的方式为，铜精矿加工完毕后，矿产商基于事先谈好的TC/RC费用，用LME基准价减去TC/RC费用，就是铜精矿的销售价格。在LME铜基准价、加工费和铜精矿价格三者关系中，假设固定LME铜基准价后，加工费用减低，意味着铜精矿价格提高；反之，加工费用提升，意味着铜精矿价格降低。通常而言，当铜矿供应短缺时，矿产商在谈判中占据主动，TC/RC价格容易下降；反指，当铜矿供应充足时，TC/RC价格更容易上涨，因此TC/RC价格往往与铜价呈现负相关性。

图：TC价格与铜价呈现负相关性



目录
Contents

1 铜价波动主要受全球宏观经济景气度影响

2 供应端：受多重因素影响，长期供应增量显乏力

3 需求端：新能源快速增长，带来铜需求主要增量

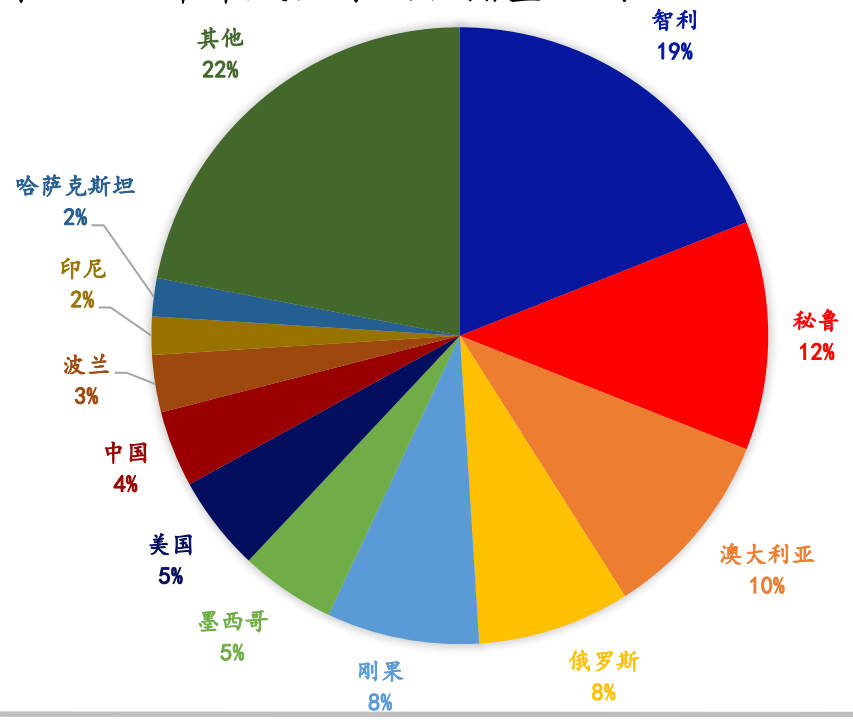
4 相关标的介绍

5 风险提示

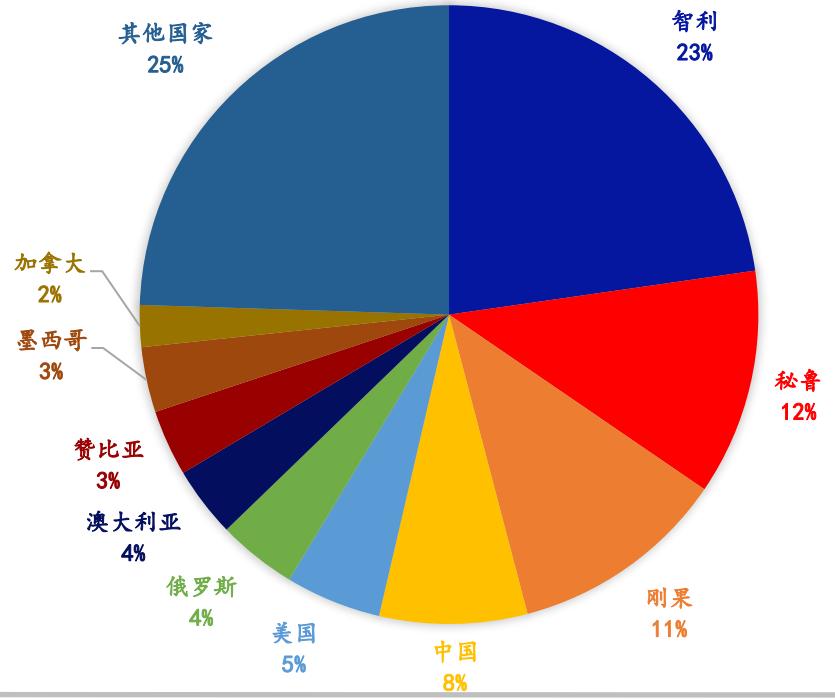
2.1 全球铜矿资源集中，智利、秘鲁等五国产量占近六成

全球铜矿资源集中，智利、秘鲁等五国产量占近六成。根据美国地质勘查局（USGS）统计，截至2023年末，全球铜矿资源储量约为10亿吨，静态储采比约45年。铜矿资源分布较为集中，储量前五的国家分别为智利、秘鲁、澳大利亚、俄罗斯、刚果，分别为1.9/1.2/1.0/0.8/0.8亿吨，铜矿储量合计占比约57%。从产量来看，2023年全球铜矿产量前五的国家分别为智利/秘鲁/刚果/中国/美国，分别为500/260/250/170/110万吨，铜矿产量合计占比约59%。

图：2023年年底全球铜矿储量比例



图：2023年全球主要国家铜矿产量比例

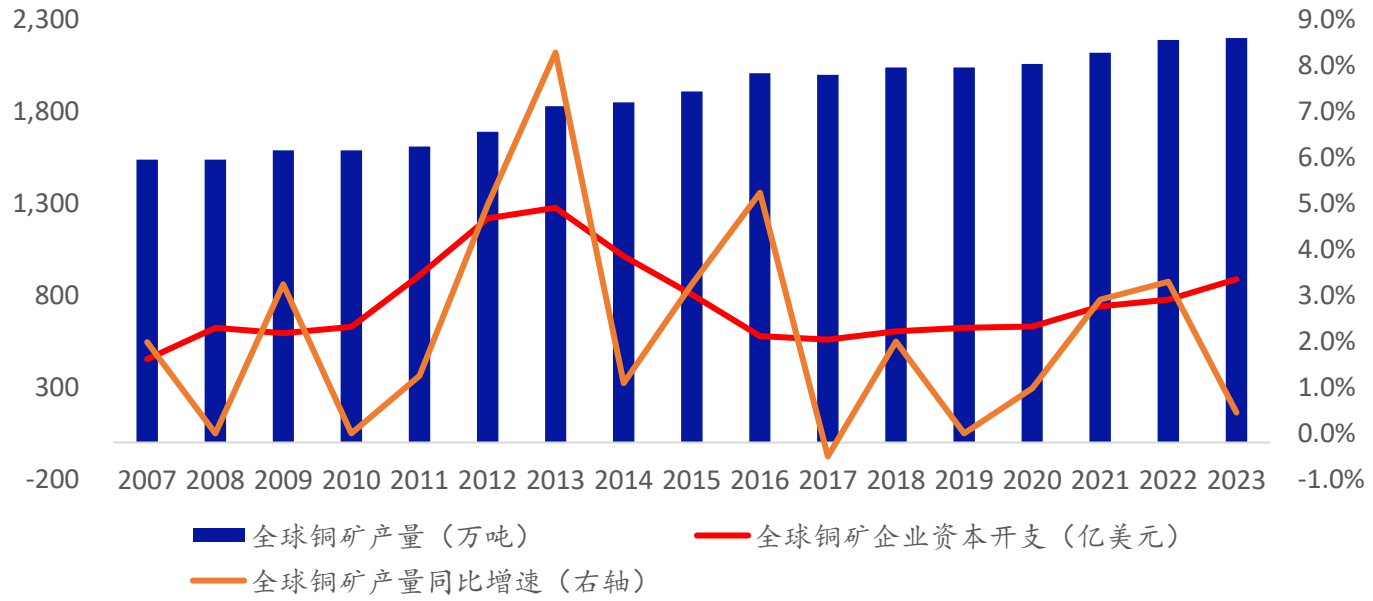


资料来源：USGS，太平洋研究院整理

2.2 近年来全球铜矿企业资本开支处于偏低位置

近年来全球铜矿企业资本开支处于偏低位置，铜矿长期供应增量乏力。根据USGS统计，自2016年以来全球铜矿产量增速放缓，2016-2023年全球铜矿产量从2010万吨上升至2200万吨，复合增速为1.3%。2011年后，由于铜价经历了较长时间的下跌，全球铜矿企业资本开支自2013年见顶后逐步放缓。通常全球铜矿产量较资本开支具有一定的滞后性，矿山开发周期平均在6-8年以上，长期资本开支偏低导致供应增量不足。根据Bloomberg预测，全球铜矿企业资本开支将于2024年达到872亿美元，较2013年历史高点仅68%，未来全球铜矿供应增量较为乏力。

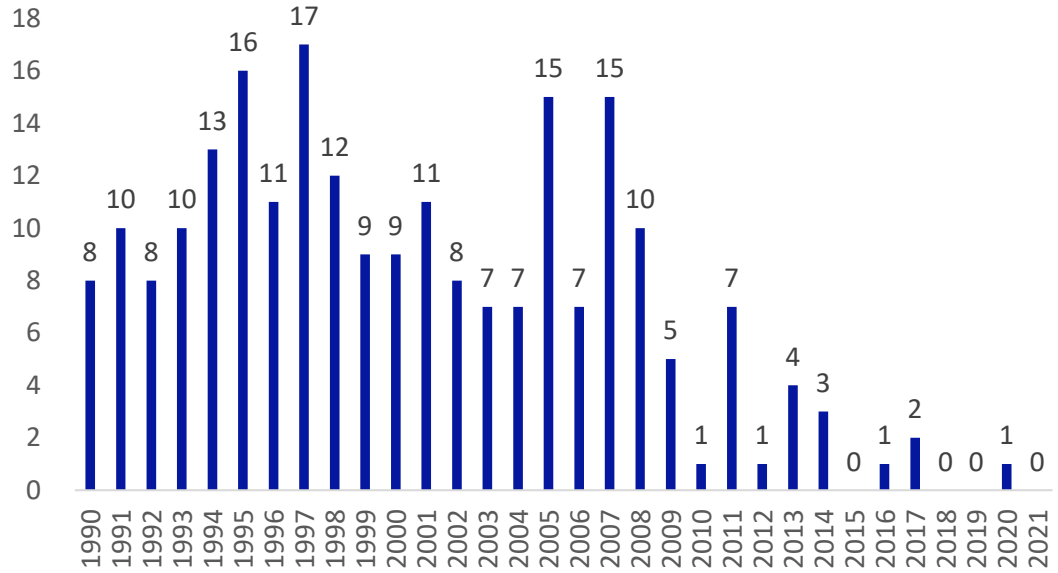
图：全球铜矿产量增速较资本开支具有一定滞后性



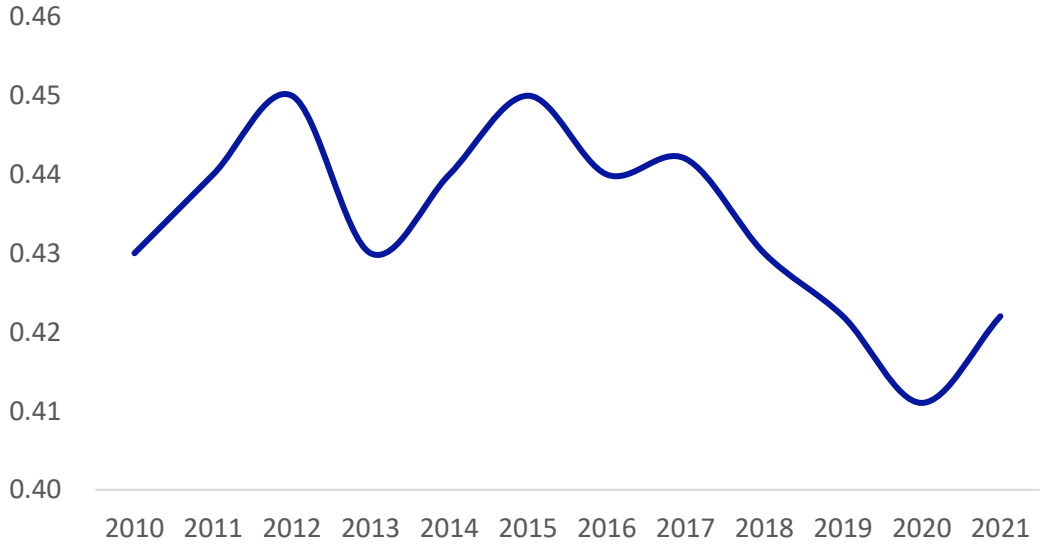
2.3 新发现铜矿数量不足，全球铜矿品位持续下降

新发现铜矿数量不足，全球铜矿品位持续下降。由于铜矿资源勘探程度已经较高，近年来新发现铜矿数量很少，中长期铜矿资源储备愈发不足。由于新增矿山的匮乏，随着持续开采，存量矿山品位下滑成为长期趋势，根据S&P Global统计，全球铜矿平均品位自2015年以来呈现持续下滑趋势。品位下滑意味着矿企需要投入更大的矿石处理量和原材料运输量以维持相同的铜矿供应，会造成成本端的上升及供应量的减少，且更易出现矿山事故，对铜矿长期供应带来隐患。

图：全球新发现铜矿数量持续下降（个）



图：全球铜矿平均品位（%）



2.3 新发现铜矿数量不足，全球铜矿品位持续下降

我们预计2024-2026年全球铜精矿新投产增量分别为119/73/32万吨，但有多重因素可能影响铜矿供应。我们统计了全球主要矿业企业项目规划，根据不完全统计，2024-2026年全球铜精矿新投产增量分别为119/73/32万吨，主要的增量来自于刚果（金）、智利、蒙古等。但值得注意的是，受地缘政治、环保、安全事故等影响，自2023年下半年以来，全球发生了多起矿山减停产事件，其中影响最大的为第一量子在巴拿马的旗舰矿山Cobre Panama停产，该矿山2022年铜产量为35万吨，预计2024年复产概率较小。此外，部分存量矿山因为品位持续下滑，近年来出现产量下滑的趋势，同样也将影响铜精矿的供应。

表：2024-2026年新增铜精矿产量

铜精矿	企业	国家	矿山总产量（万吨）			矿山新增产量（万吨）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
卡莫阿铜矿	紫金矿业&艾芬豪	刚果（金）	50.7	60.0	60.0	11.3	9.3	0.0
佩吉铜金矿、博尔铜矿	紫金矿业	塞尔维亚	26.7	30.0	30.0	2.8	3.3	0.0
巨龙铜矿	紫金矿业	中国	16.6	16.6	30.0	1.2	0.0	13.4
玉龙铜矿	西部矿业&紫金矿业	中国	15.0	15.0	15.0	3.0	0.0	0.0
TFM	洛阳钼业	刚果（金）	40.0	45.0	45.0	12.0	5.0	0.0
米拉多铜矿	铜陵有色	厄瓜多尔	16.0	20.2	28.8	-1.7	4.3	8.6
Lonshi	金诚信	刚果（金）	2.0	4.0	4.0	2.0	2.0	0.0
Grasberg	自由港	印尼	76.0	78.7	78.7	0.7	2.7	0.0
Escondida	必和必拓	智利	87.5	99.5	99.5	4.2	12.0	0.0
Spence	必和必拓	智利	12.0	14.0	14.0	-0.5	2.0	0.0
Chuquicamata	智利国家铜业	智利	26.0	29.0	32.0	1.1	3.0	3.0
Pilares	西方铜业	墨西哥	2.2	3.5	3.5	2.2	1.3	0.0
Buenavista	西方铜业	墨西哥	35.1	35.1	35.1	2.2	0.0	0.0
Quellaveco	英美资源	秘鲁	56.7	56.7	56.7	3.5	0.0	0.0
Kansanshi	第一量子	赞比亚	14.0	18.5	19.5	0.5	4.5	1.0
Sentinel	第一量子	赞比亚	23.5	22.5	22.5	2.1	-1.0	0.0
Oyu Tolgoi	力拓	蒙古	36.1	45.5	45.5	19.3	9.3	0.0
Los Pelambres	安托法加斯塔	智利	57.1	57.1	62.9	7.0	0.0	5.8
Quebrada Blanca	泰克资源	智利	42.1	49.2	49.2	31.6	7.1	0.0
Highland Valley Copper	泰克资源	加拿大	11.9	11.9	11.9	2.0	0.0	0.0
Salobo	淡水河谷	巴西	35.0	38.0	38.0	0.0	3.0	0.0
Udokan	Udokan Copper	俄罗斯	10.0	15.0	15.0	5.0	5.0	0.0
Mantoverde	Capstone	智利	13.5	13.5	13.5	7.5	0.0	0.0
合计			710.6	781.4	813.2	119.0	72.8	31.8

目录
Contents

1 铜价波动主要受全球宏观经济景气度影响

2 供应端：受多重因素影响，长期供应增量显乏力

3 需求端：新能源快速增长，带来铜需求主要增量

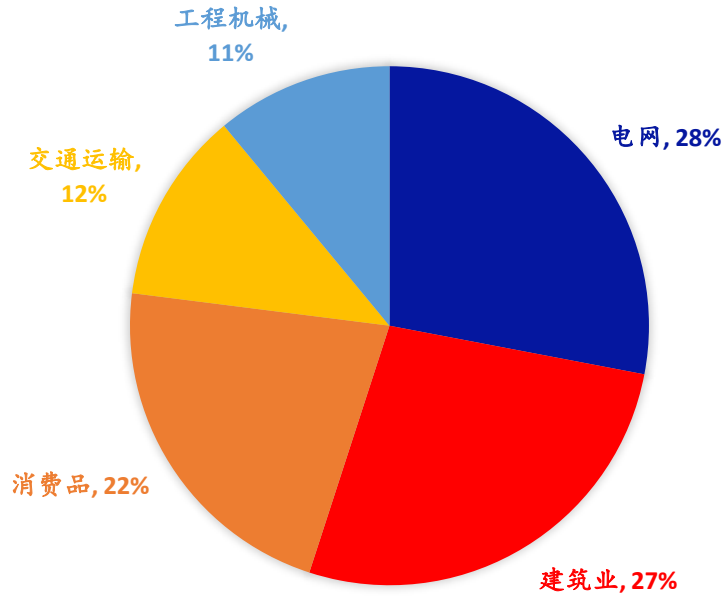
4 相关标的介绍

5 风险提示

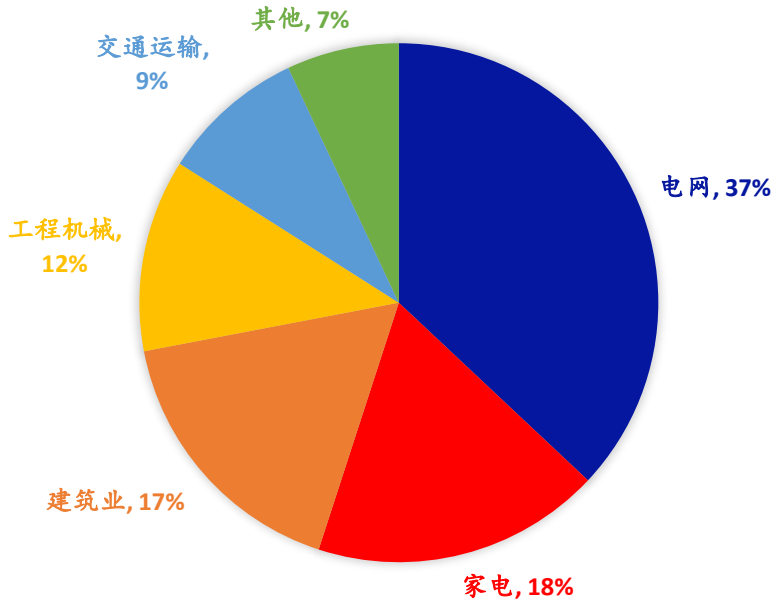
3.1 铜下游主要为电力、家电等行业，近年来需求增速有所回升

铜下游需求场景主要为电力、家电、建筑业、工程机械等。铜的终端产品形态主要为线材、棒材、板材等，下游应用场景广泛，根据WoodMac数据，2022年全球铜下游需求主要为电网、建筑业、消费品、交通运输、工程机械，占比为28%/27%/22%/12%/11%；中国铜下游需求主要为电力、家电、建筑业、工程机械、交通运输等，占比为37%/18%/17%/12%/9%。

图：2022年全球铜需求结构



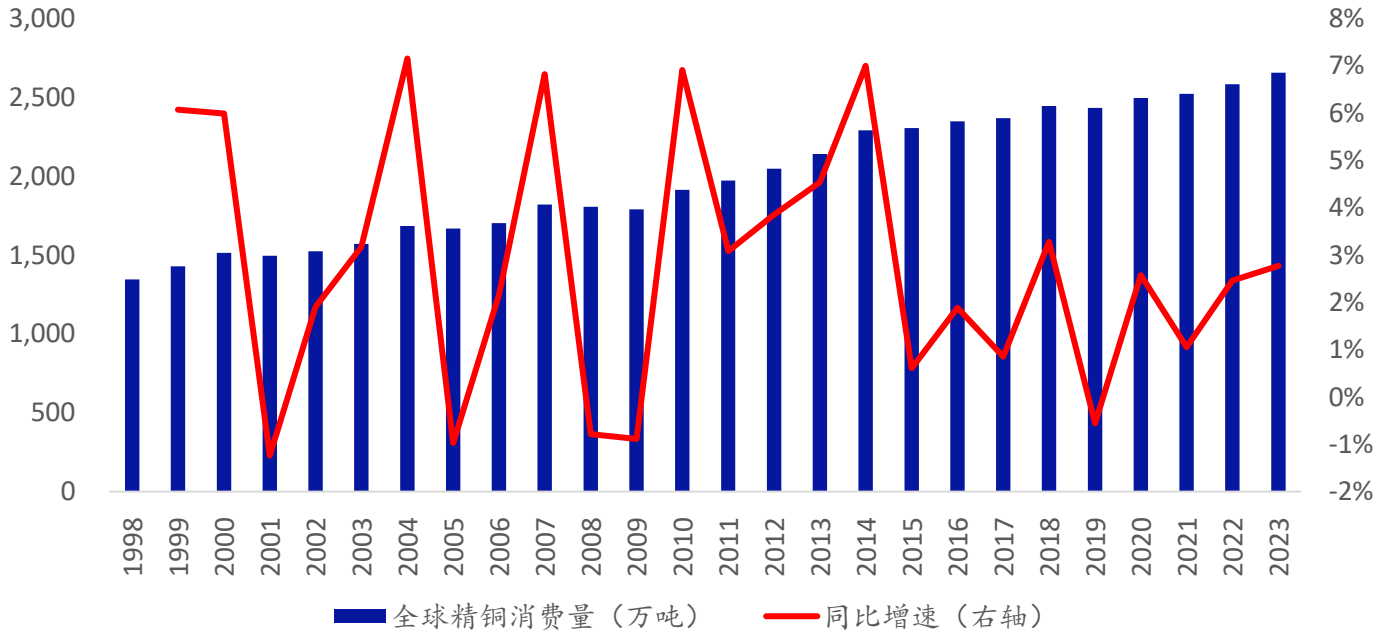
图：2022年中国铜需求结构



3.1 铜下游主要为电力、家电等行业，近年来需求增速有所回升

近五年全球精铜消费增速有所回升。根据ICSG数据，2023年全球精铜消费量为2655万吨，同比+2.78%。回顾过去20多年铜消费量，1999-2023年全球精铜消费量复合增速为2.62%，其中精铜消费量增速较快的时间段为2001-2007年（复合增速3.33%）与2009-2014年（复合增速5.06%），均与下游需求，尤其是中国城镇化带来的需求增量有关。2015-2019年铜需求复合增速为1.36%，处于较低水平；此后，2019-2023复合增速为2.22%，增速回升，主要受益于新能源快速增长带来的铜需求的增量。

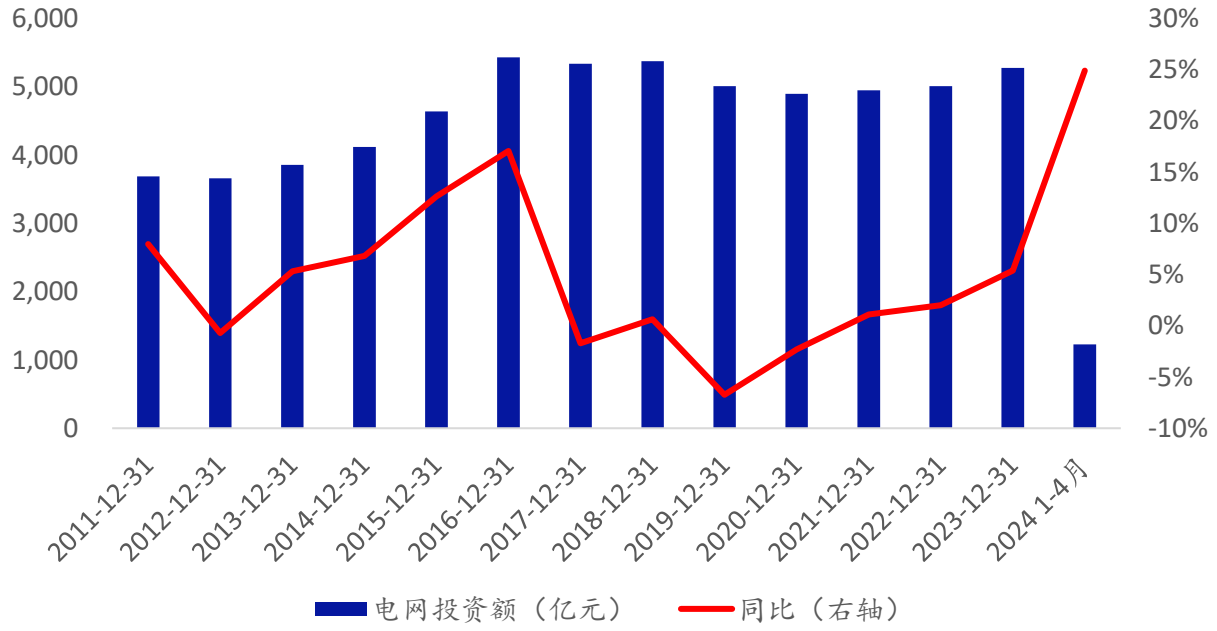
图：全球精铜消费量（万吨）及增速



3.2 传统行业领域，电力带来主要铜需求增量

预计2024-2026年传统电力对应铜需求增速为2%/2%/2%。电力用铜主要集中在：（1）发电厂电源，包含高压开关、母线等；（2）输变电电网系统，包含电线、电缆等，配电网通常与新建住宅相关，因此与地产周期具有较强关联性。根据中电联数据，2021-2023年中国电网投资额分别为4951/5012/5275亿元，同比分别为1.1%/2.0%/5.4%，2024年1-4月电网投资额为1229亿元，同比+24.9%。未来电网投资结构更偏向于特高压和储能，对铜的需求拉动有一定效应，但不及电网投资增速，我们预计2024-2026年传统电力对应铜需求增速为2%/2%/2%。

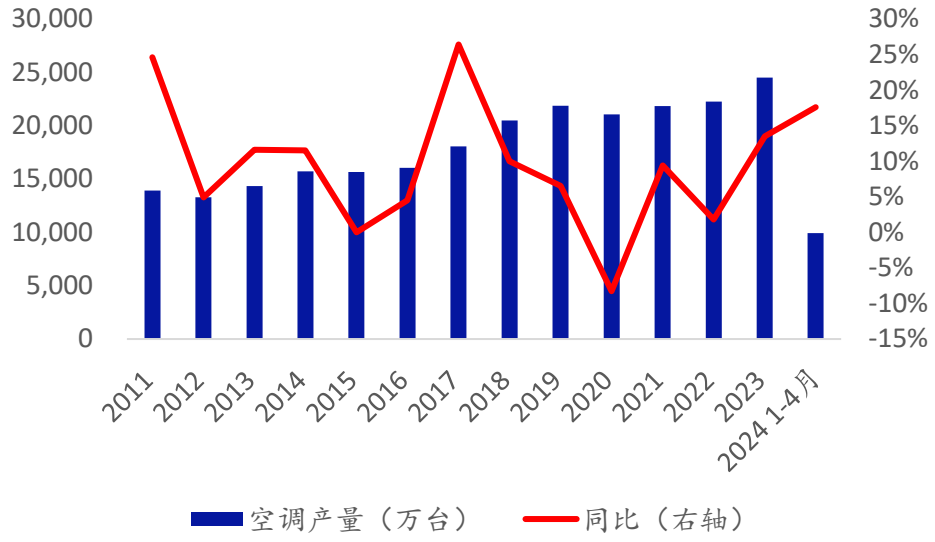
图：中国电网工厂投资额（亿元）及增速



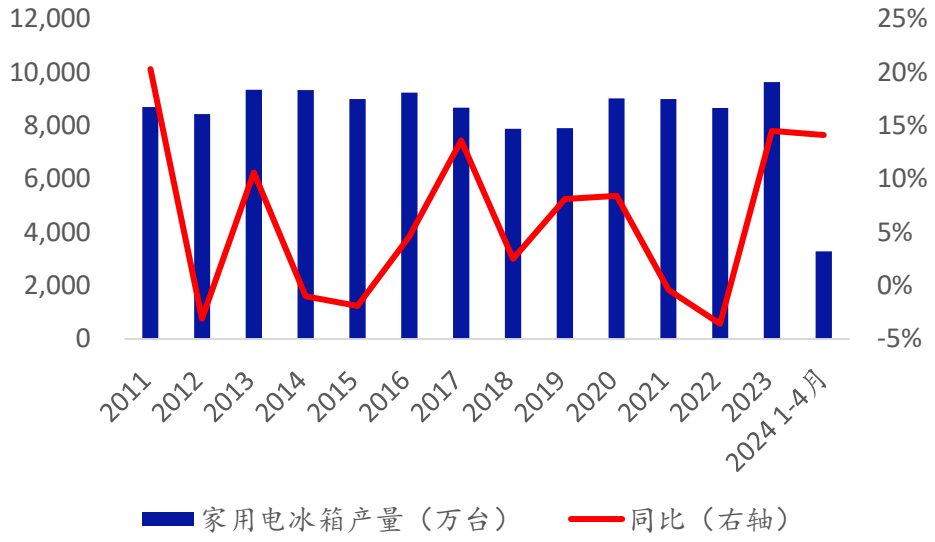
3.2 传统行业领域，电力带来主要铜需求增量

预计2024-2026年家电对应铜需求增速为0%/0%/0%。家电用铜主要集中在空调、电冰箱中的导电导热元器件、电机漆包线等。根据国家统计局数据，2019-2022年中国空调产量复合增速为0.58%，2023年增速为13.5%；2020-2022年中国家用电冰箱产量复合增速为-1.96%，2023年增速为14.5%，2023年中国家电需求端实现弱复苏。目前中国家电市场基本已达到饱和，未来下游多以更新换代需求为主，我们预计2024-2026年家电对应铜需求增速为0%/0%/0%。

图：中国空调产量（万台）及增速



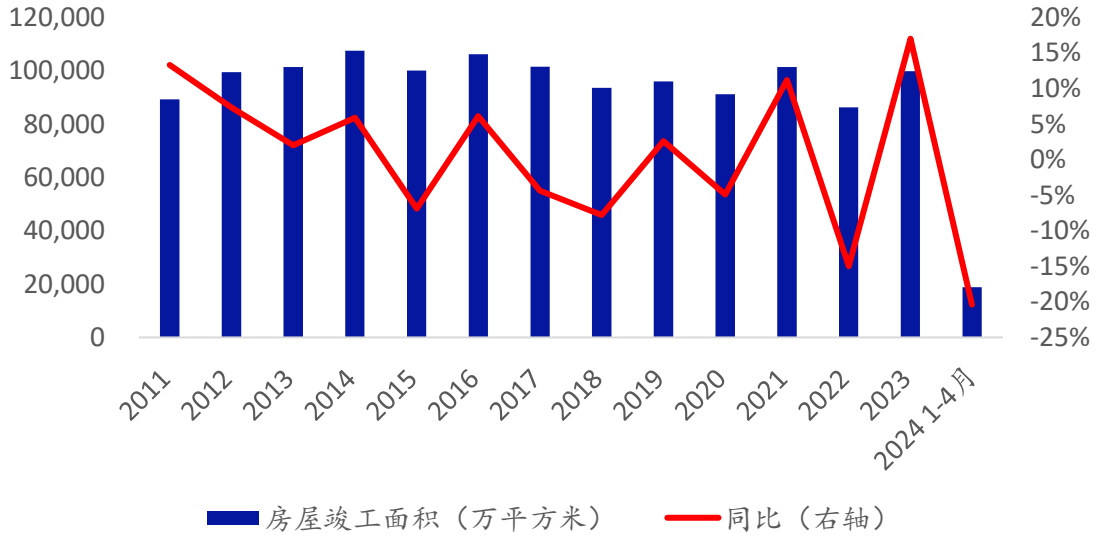
图：中国家用电冰箱产量（万台）及增速



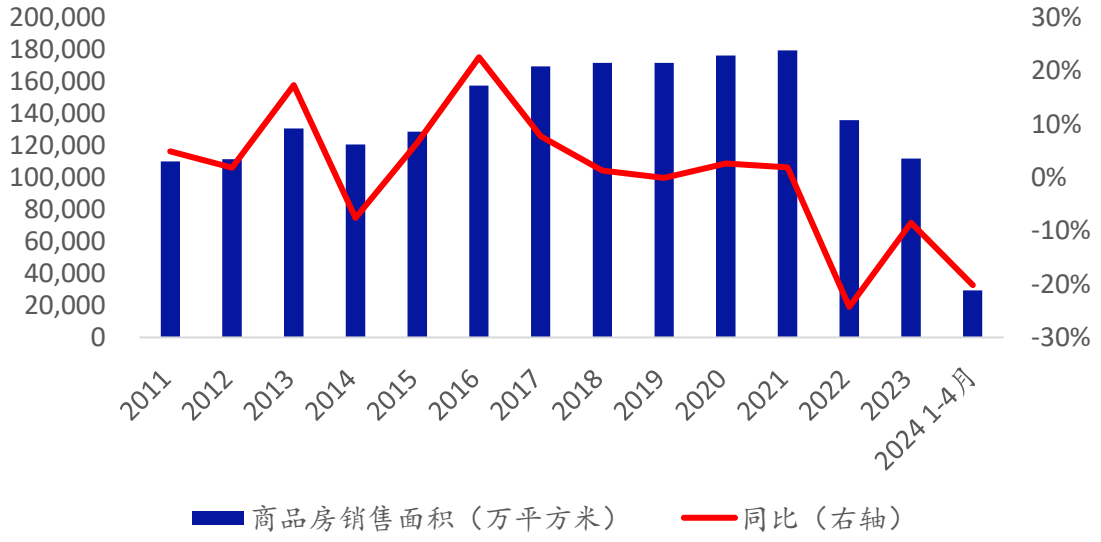
3.2 传统行业领域，电力带来主要铜需求增量

预计2024-2026年建筑对应铜需求增速为-2%/-2%/-2%。建筑用铜主要集中在线缆等材料，通常与房屋竣工周期关联性较强，相对而言，房地产销售面积可以作为竣工面积的前置指标进行参考。2022、2023年中国商品房销售面积增速分别为-24.3%/-8.5%，持续下滑，对未来竣工面积形成压力，我们预计2024-2026年建筑对应铜需求增速为-2%/-2%/-2%。

图：中国房屋竣工面积（万平方米）及增速



图：中国商品房销售面积（万平方米）及增速



3.3 新能源领域，风光车带来主要用铜增量

预计2024-2026年全球新能源汽车对应用铜量分别为128/153/181万吨。新能源汽车用铜主要集中在驱动电机、动力电池、线束等材料，根据ICSG数据显示，燃油车、纯电车和插电混动车单位用铜量分别为23/83/60kg。根据中汽协、国际能源署等数据及预测，2024年中国、全球新能源汽车销量预计分别为1300/1687辆，同比37%/23%，我们预计2024-2026年全球新能源汽车用铜量分别为128/153/181万吨。

表：新能源汽车用铜量测算

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源汽车销量（万辆）							
国内	纯电动	273	537	669	910	1,120	1,330
	插电式混动	60	152	280	390	480	570
	合计	352	689	950	1,300	1,600	1,900
海外	纯电动	197	194	282	271	287	336
	插电式混动	130	138	150	116	123	144
	合计	292	319	418	387	410	480
全球	纯电动	470	730	950	1,181	1,407	1,666
	插电式混动	190	290	430	506	603	714
	合计	644	1,007	1,367	1,687	2,010	2,380
新能源汽车用铜（万吨）							
国内	纯电动	23	45	55	76	93	110
	插电式混动	4	9	17	23	29	34
	合计	26	54	72	99	122	145
海外	纯电动	16	16	23	22	24	28
	插电式混动	8	8	9	7	7	9
	合计	24	24	32	29	31	37
全球	纯电动	39	61	79	98	117	138
	插电式混动	11	17	26	30	36	43
	合计	50	78	105	128	153	181

3.3 新能源领域，风光车带来主要用铜增量

预计2024-2026年全球光伏用铜量分别为230/251/268万吨。光伏用铜主要集中在光伏焊带、连接器、逆变器、电缆等，Wood Mackenzie统计，1GW光伏新增装机量需要消耗4000吨铜。根据国家能源局、IEA等数据，2023年中国、全球光伏新增装机量分别为217/446GW，同比148%/94%，我们预计2024-2026年全球光伏用铜量分别为230/251/268万吨。

表：光伏用铜量测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏新增装机量（GW）						
国内	55	87	217	230	246	260
海外	115	143	229	344	381	410
合计	170	230	446	574	627	670
光伏用铜量（万吨）						
国内	22	35	87	92	98	104
海外	46	57	92	138	152	164
合计	68	92	178	230	251	268

3.3 新能源领域，风光车带来主要用铜增量

预计2024-2026年全球风电用铜量分别为54/69/83万吨。风电用铜主要集中在电缆、发电机、变压器等材料，海风用铜量要高于陆风，根据IEA测算，海上风电系统装机用铜量约为0.8万吨/GW，陆上风电系统装机用铜量约为0.29万吨/GW。根据全球风能协会、中电联统计，2023年中国、全球光伏新增装机量分别为76/117GW，同比101%/50%，我们预计2024-2026年全球风电用铜量分别为54/69/83万吨。

表：风电用铜量测算

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
风电新增装机量（GW）							
国内	陆风	31	33	69	82	93	104
	海风	17	5	6	8	12	16
	合计	48	38	76	90	105	120
海外	陆风	42	36	36	59	72	84
	海风	4	4	5	9	15	19
	合计	46	40	41	68	87	103
全球	陆风	72	69	106	141	165	188
	海风	21	9	11	17	27	35
	合计	94	78	117	158	192	223
风电用铜（万吨）							
国内	陆风	9	9	20	24	27	30
	海风	14	4	5	6	10	13
	合计	22	13	25	30	37	43
海外	陆风	12	11	11	17	21	24
	海风	3	3	4	7	12	15
	合计	15	13	14	24	33	40
全球	陆风	21	20	31	41	48	55
	海风	17	7	9	14	22	28
	合计	38	27	39	54	69	83

3.3 新能源领域，风光车带来主要用铜增量

预计2024-2026年全球储能用铜量分别为9/11/13万吨。储能用铜主要集中在铜箔等材料中，根据高工锂电数据，10um锂电铜箔用量约为0.83kg/KWh，以当前主流锂电铜箔厚度6-8um测算，锂电铜箔用量约为0.58kg/KWh。EESA等数据，2023年中国、全球光伏新增装机量分别为51/104GWh，同比221%/136%，我们预计2024-2026年全球储能用铜量分别为8/10/12万吨。

表：储能用铜量测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
储能新增装机量（GWh）						
国内	4	16	51	68	83	98
海外	19	28	53	68	85	101
合计	23	44	104	136	168	199
储能用铜量（万吨）						
国内	0	1	3	4	5	6
海外	1	2	3	4	5	6
合计	1	3	6	8	10	12

3.4 新能源成为未来铜需求主要增量

新能源成为未来铜需求主要增量。我们测算2024-2026年全球铜需求量为2754/2823/2891万吨，同比3.7%/2.5%/2.4%，主要增量来自于新能源用铜需求的上升。

表：全球精炼铜需求测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国铜需求量（万吨）						
电力	514	549	574	586	597	609
家电	250	267	279	279	279	279
建筑	236	252	264	259	253	248
工程机械	167	178	186	187	187	188
交通运输	125	134	140	166	189	212
其他	97	104	109	120	134	146
合计	**1,389**	**1,484**	**1,552**	**1,597**	**1,640**	**1,683**
YoY		6.86%	4.60%	2.88%	2.73%	2.63%
其中：新能源汽车	26	54	72	99	122	145
光伏	22	35	87	92	98	104
风电	22	13	25	30	37	43
储能	0	1	3	4	5	6
新能源用铜合计	71	103	187	225	262	297
新能源用铜增量		32	84	38	36	36
新能源用铜占比	5.11%	6.94%	12.06%	14.10%	15.95%	17.66%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
海外铜需求量（万吨）						
合计	**1,133**	**1,099**	**1,103**	**1,157**	**1,183**	**1,208**
YoY		-2.93%	0.31%	4.90%	2.26%	2.07%
其中：新能源汽车	24	24	32	29	31	37
光伏	46	57	92	138	152	164
风电	15	13	14	24	33	40
储能	1	2	3	4	5	6
新能源用铜合计	87	96	141	195	221	246
新能源用铜增量		10	45	54	26	25
新能源用铜占比	7.66%	8.78%	12.81%	16.88%	18.71%	20.37%
全球铜需求量（万吨）						
合计	**2,521**	**2,583**	**2,655**	**2,754**	**2,823**	**2,891**
用铜总增量		62	72	99	70	68
YoY		2.46%	2.78%	3.72%	2.53%	2.40%
其中：新能源汽车	50	78	105	128	153	181
光伏	68	92	178	230	251	268
风电	38	27	39	54	69	83
储能	1	3	6	8	10	12
新能源用铜合计	158	200	328	420	483	543
新能源用铜增量		42	129	92	63	60
新能源用铜占比	6.25%	7.72%	12.37%	15.27%	17.11%	18.79%

3.5 全球精炼铜供需将存在一定缺口

未来全球精炼铜供需将存在一定缺口。我们预测2024-2026年全球铜需求量为2754/2823/2891万吨，全球铜供应量（铜矿产量+再生精炼铜）为2735/2822/2860万吨，供需缺口（供给-需求）为-19/-1/-31万吨。

表：全球精炼铜供需平衡表测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球铜供应量（万吨）						
铜矿产量	2,120	2,190	2,200	2,279	2,352	2,384
再生精炼铜	415	415	455	456	470	477
合计	2,535	2,605	2,655	2,735	2,822	2,860
全球铜需求量（万吨）						
合计	2,521	2,583	2,655	2,754	2,823	2,891
供需平衡（供给-需求，万吨）						
合计	14	22	0	-19	-1	-31

目录
Contents

1 铜价波动主要受全球宏观经济景气度影响

2 供应端：受多重因素影响，长期供应增量显乏力

3 需求端：新能源快速增长，带来铜需求主要增量

4 相关标的介绍

5 风险提示

4.1 紫金矿业

紫金矿业具有丰富的金、银、铜、锂、钼等资源储量。紫金矿业拥有世界级的铜、金、锂、钼等多元资产组合，主力矿种铜、金资源量及产能位居中国领先、全球前十，拥有铜资源量约7500万吨、黄金约3000吨，铜在新能源转型中需求占比逐年提升，黄金具有较强的避险属性，此外，公司未来五年有望跻身全球最重要的锂、钼、银生产商行列。

表：截至2023年年末紫金矿业保有资源量和储量汇总（权益）

矿种	单位	储量			资源量					储量与资源量占比(%)	2022年资源量	变化率(%)
		证实	可信	合计	探明	控制	探明+控制	推断	合计			
铜矿	金属万吨	719.5	2,620.3	3,339.8	1,143.8	4,725.0	5,868.7	1,586.9	7,455.7	45	7,371.9	1
金矿小计	金属吨	289.6	858.9	1,148.5	488.7	1,483.6	1,972.4	1,025.2	2,997.5	38	3,117.4	-4
其中：金矿	金属吨	220.3	633.8	854.1	362.1	1,037.9	1,400.0	874.6	2,274.6	38	2,386.6	-5
伴生金矿	金属吨	69.3	225.2	294.4	126.6	445.7	572.4	150.6	723.0	41	730.8	-1
碳酸锂	LCE万吨	157.1	285.6	442.7	281.4	716.5	997.9	348.7	1,346.6	33	1,215.2	11
银(含伴生)	金属吨	640.2	1,223.7	1,863.9	1,764.9	2,402.9	4,167.8	10,571.5	14,739.3	13	14,611.8	1
钼(含伴生)	金属万吨	66.2	93.6	159.8	74.9	105.7	180.6	125.1	305.7	52	302.0	1
锌矿	金属万吨	178.2	232.2	410.4	266.3	357.6	623.9	315.4	939.3	44	988.6	-5
铅矿	金属万吨	29.6	29.9	59.5	43.6	48.6	92.2	36.3	128.5	46	129.7	-1
钨矿	WO3万吨	0.7	2.7	3.5	0.8	3.4	4.2	6.4	10.6	33	9.3	14
锡矿	金属万吨	0.9	4.2	5.2	1.3	5.3	6.6	8.7	15.3	34	15.0	2
铁矿	矿石亿吨	0.3	1.1	1.5	0.4	2.2	2.6	2.3	4.9	30	4.8	3
煤炭	亿吨	0.0	0.0	0.0	0.4	0.5	0.9	1.6	2.4	0	2.4	0
铂矿	金属吨	0.0	21.6	21.6	113.9	233.4	347.4	293.5	640.9	3	640.7	0
钯矿	金属吨	0.0	22.1	22.1	94.0	154.3	248.4	242.0	490.4	5	490.4	0

4.1 紫金矿业

紫金矿业具有管理优秀、勘探成本低等优势，是全球最具成长性的大型矿企之一。紫金矿业铜矿主要增量项目为：（1）塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜（金）矿及博尔铜矿，2023年合计矿产铜23.89万吨，随着改扩建工程逐步完成，预计2025年矿产铜产能提升至30万吨。（2）刚果（金）卡莫阿铜矿，2023年矿产铜39.4万吨（100%权益），三期采选工程预计于2024年二季度建成投产，届时矿产铜产能将提升至60万吨。（3）西藏巨龙铜矿，2023年矿产铜15.4万吨，项目二期改扩建工程将于2025年底建成投产，届时矿产铜产能将提升至30-35万吨。紫金矿业独创“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，能够针对项目公司的实际开展系统的技术攻关和方案输出，原来长期亏损的塞尔维亚博尔铜矿等5个大型项目，公司主导运营后不到1年扭亏为盈。公司50%以上铜、金资源为自主勘探获得，单位勘探成本显著低于全球同行。公司从2020年以来矿产品年均复合增速铜约30%、金超15%，为全球15家头部矿企中唯一连续3年铜矿实际产量达成产量指引的公司，是全球最具成长性的大型矿业企业之一。

表：紫金矿业未来五年主要矿产品产量指引

矿产品种	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E	2028E
矿产铜	万吨	59	91	101	111	122	150-160
矿产金	吨	48	56	68	74	85	100-110
矿产锌（铅）	万吨	43	45	47	47	50	55-60
矿产银	吨	309	396	412	420	500	600-700
当量碳酸锂	万吨	0.0	0.0	0.3	2.5	10.0	25-30
矿产钼	万吨	0.0	0.4	0.8	0.9	1.0	2.5-3.5

4.2 洛阳钼业

洛阳钼业是全球领先的铜、钴、钼、钨、铌金属生产商。洛阳钼业主要从事基本金属、稀有金属的采、选、冶等矿山采掘及加工业务和矿产贸易业务，是全球领先的铜、钼、钨、铌生产商，第一大钴生产商，主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲和欧洲。公司旗舰矿山TFM、KFM具有铜金属资源量3500万吨，钴金属资源量525万吨。2023年公司铜产量41.95万吨，2024年预计铜产量为52-57万吨。

表：截至2023年年末洛阳钼业保有资源量和储量汇总

矿山名称	主要品种	资源量			储量			年矿石处理量（百万吨）	资源剩余可开采年限（年）	许可证/采矿权有效期
		矿石量（百万吨）	品位（%）	金属量（万吨）	矿石量（百万吨）	品位（%）	金属量（万吨）			
刚果（金）TFM铜钴矿	铜	1,363	2.25	3,063	265	2.83	750	13	17	2-11年
	钴	1,363	0.25	334	265	0.29	77			
刚果（金）KFM铜钴矿	铜	193	2.07	401	61	2.82	171	4	9	23年
	钴	193	0.99	191	61	1.11	67			
巴西矿区一	铌	149	1.00	150	42	0.96	40	3	13	长期有效
巴西矿区二	铌	160	0.34	54	34	0.42	14	6	33	长期有效
	磷	787	10.45	8,223	183	12.75	2,328			
三道庄钼钨矿	钼	281	0.09	24	100	0.08	8	13	9	11.5年
	钨	65	0.17	11	26	0.11	3			
上房沟钼矿	钼	437	0.14	61	22	0.22	5	5	4	10年
	铁	16	20.42	327	1	30.01	41			
东戈壁钼矿	钼	441	0.12	51	142	0.14	20	/	38	21年

4.3 铜陵有色

铜陵有色是国内全产业链铜生产龙头企业，铜精矿产量有望持续上升。铜陵有色是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，主要产品涵盖阴极铜、硫酸、黄金、白银、铜箔及铜板带等。2023年，公司生产阴极铜175.63万吨，约占国内总产量的13.52%，自产铜精矿含铜17.51万吨，中铁建铜冠米拉多铜矿二期工程预计2025年6月建成投产，届时公司预计每年产出约25万吨铜金属量。截止2023年末，公司拥有铜资源金属量637.2万吨，其中米拉多铜矿70%权益保有铜资源矿石量9.68亿吨，铜资源权益金属量469万吨，铜平均品位0.48%。此外，截至2023年年末公司铜箔产能达5.5万吨，预计2024年上半年，铜箔产能将达到8万吨。

表：铜陵有色铜产品生产量

按产品	单位	2021	2022	2023
阴极铜	万吨	159.69	162.87	175.63
铜精矿含铜	万吨	5.26	5.16	17.51
自供率		3%	3%	10%

4.4 金诚信

金诚信是矿山工程建设、运营管理企业，近年来持续扩大铜资源产能。金诚信是一家主营矿山工程建设、采矿运营管理的企业，目前已具备集矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发、矿山设备制造等业务于一体的综合服务能力。公司利用多年从事矿山开发服务积累的技术优势、管理优势、行业经验和人才优势，积极向资源开发领域延伸，先后并购两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi铜矿、刚果（金）Lonshi铜矿，并参股哥伦比亚SanMatias铜金银矿。截至2023年年底，公司拥有权益资源储量为：铜金属120万吨，银金属179吨，金金属19吨，品位为31.87%的磷矿石1910万吨。公司2023年生产铜精矿1.5万吨，同比+255.8%，Lonshi铜矿项目于2023年4季度进入生产期，项目达到后年产约4万吨铜金属，将成为未来公司铜精矿主要增量来源。

表：金诚信铜产品生产量

按产品	单位	2021	2022	2023
铜精矿	万吨	0	0.43	1.52
阴极铜	万吨	0	0	0.5

4.5 西部矿业

西部矿业是国内全产业链铜生产龙头企业，玉龙铜矿技改提升铜矿产能。西部矿业主要从事铜、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，同时公司涉足盐湖化工产业。公司全资持有或控股十五座矿山，其中，有色金属矿山6座、铁及铁多金属矿山8座、盐湖矿山1座，截至2023年年底，公司拥有铜金属保有资源储量605万吨，主力矿山为西藏玉龙铜矿和内蒙古获各琦铜矿。2023年公司生产铜精矿12.13万吨，2024年计划生产铜精矿15.87万吨，2023年11月，玉龙铜矿一二选厂改扩建项目完成，矿石处理量由1989万吨/年将提升至2280万吨/年，按矿石处理量和0.66%品位大致测算，玉龙铜矿年产能将从13万吨提升至15万吨。

表：截至2023年年末西部矿业资源量储量

矿产品	单位	资源量
铜金属	万吨	605
铅金属	万吨	155
锌金属	万吨	270
钼金属	万吨	37
五氧化二钒	万吨	64
铁（矿石量）	万吨	30,011
镍	万吨	27
金	吨	13
银	吨	2,095
氯化镁	万吨	3,046

目录
Contents

1 铜价波动主要受全球宏观经济景气度影响

2 供应端：受多重因素影响，长期供应增量显乏力

3 需求端：新能源快速增长，带来铜需求主要增量

4 相关标的介绍

5 风险提示

风险提示

1、下游需求不及预期；

2、矿山投产进度超预期；

3、美联储紧缩超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场沪深300指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场沪深300指数－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于-5%与-15%之间

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码：915300007571659820。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。


太平洋证券
PACIFIC SECURITIES
期待与您合作!
THANKSFORWATCHING