

# 铜行业深度报告（II）：铜消费的韧性及弹性：中国四大用铜行业远期铜消耗量分析展望

2024年08月16日

看好 / 维持

工业金属

深度报告

分析师

张天丰 电话：021-25102914 邮箱：zhang\_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520100001

## 投资摘要：

**全球铜消费或进入周期性的强增长阶段。**若以4年为周期来观察近30年的全球铜消费数据，2024-2027年全球累计阶段性铜消费或总计上涨11.3%至11345万吨，期间年均消费增长率约2.88%。全球以铜为代表的产业链库存重塑及以中国新质生产力与绿色低碳能源转型为代表的绿色能源基建的持续实施是推动铜消费延续增长的核心要素。

**中国铜消费仍有远期良性展望。**我们统计了下游主要铜消费终端的单位耗铜量，其中2023年四大行业（家电、交运、建筑及电力）的样本数据用铜量为1139.7万吨，占中国2023年铜消费总量1442万吨的79%；而据我们推测至2027年，该四大行业用铜量或增长325万吨至1454.6万吨（+27.6%），这意味着主要涉铜行业的铜消费年CAGR或达6.3%。我们认为在低碳能源结构转型及新能源基建支持下，中国的精铜消费增速或逐步恢复至3.5%之上，中国的精铜消费增长或依然高于全球，中国占全球铜消费的比重将不断提升（预计至2025年或升至55%之上）。

**家电行业：2023至2027年的铜消费年均复合增速或为4.4%。**2023年家电行业占铜消费总比重约22.2%，其中空调行业占总家电用铜总消费约77%。我们预计2023-2027年的空调产量或有年均6%左右的增速，即空调行业的用铜需求至2027年或会达到234万吨。我们将空调及其他家电产品（家用洗衣机、冰箱及冷柜）的耗铜数据测算整合，发现家电行业至2027年的铜消费复合增速或为4.4%，累计耗铜量或达到301万吨。

**交通行业：2023至2027年的铜消费年均复合增速或为16.3%。**2023年交通运输行业占中国铜总需求的11.3%，用铜量主要集中在传统汽车、新能源汽车的生产及新能源充电基础设施建设（以充电桩为代表）。考虑到新能源汽车市场快速发展带来的汽车行业结构性变化，我们认为汽车行业整体耗铜量或在2027年增至212.14万吨，五年复合增速达15%，2027年较2023年的汽车行业铜消费或增长76%。此外，根据我们对新能源汽车产出增量的拟合以及2023年1:2.4的柱车增量比推算，到2027年充电桩每年新增量接近980万个，2027年充电桩用铜量23.11万吨（DC:AC按3:7计算），五年复合增速30.4%。综合观察，我们认为交通行业至2027年的铜消费平均增速或为16.3%，累计耗铜量或达到235万吨。

**建筑行业：2023至2027年的铜消费年均复合增速或为1.6%。**2023年建筑业占铜总消费比重9.9%，铜水管、燃气管、散热器及电线等均是涉铜消费的主要商品。根据国务院《国家人口发展规划(2016—2030年)》至2030年我国城镇化率将达到70%。通过对房屋新开工面积的拟合预测，结合建筑业单位面积每增加一平米平均耗铜0.28kg的行业数据，我们认为到2027年建筑行业用铜量预计120.4万吨，年均复合增速1.6%。

**电力投资行业：2023至2027年的铜消费年均复合增速或为5.5%。**电力行业的需求仍是铜消费增长的核心力量，2023年占中国铜总消费比例约56.6%，其中电线电缆、配电器及变压器等铜制品在电力投资中被广泛应用。我们根据电网投资数据结合风电、光伏等可再生能源新增装机容量拟合发现，2023-2027年间电力系统耗铜总量或达到3690万吨，期间年均复合增速或至5.5%。

**铜行业或延续高景气周期。**我们认为铜市场的供应缺口或仍有趋势性放大可能。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性，而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。上游供给的偏刚性及下游需求的弹性或令实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧，而中国精炼铜产量增速或现阶段弱化，这意味着铜的定价重心或在基本面偏紧背景下仍显现易涨难跌，即铜的供需属性决定价格韧性而金融属性将决定价格弹性，而易涨难跌的铜价也意味着行业景气度或仍处于偏强周期，这也与公募基金在铜行业配置比例的升高相印证（由22Q2的0.39%→24Q2的2.58%）。

**相关公司：**紫金矿业，西部矿业，铜陵有色，金诚信，江西铜业。

**风险提示：**政策执行不及预期，供给端增速超预期提升，汇率及利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

## 目录

<b>1. 全球铜需求仍显现强韧性及高弹性</b> .....	<b>4</b>
1.1 全球铜消费或进入周期性的强增长阶段.....	4
1.2 全球铜消费区域集中度极高, 中国铜消费占比升至 58.2%.....	5
<b>2. 中国铜消费 24H1 的表观变化</b> .....	<b>5</b>
2.1 24H1 中国精铜表观消费同比下降 6.4%至 717.7 万吨。.....	5
2.2 中国年内铜消费情况: 24H1 用铜终端整体疲弱.....	6
<b>3. 中国铜消费仍有远期良性展望</b> .....	<b>8</b>
3.1 家电行业: 2023 至 2027 年的铜消费年均复合增速或为 4.4%.....	9
3.2 交通行业: 2023 至 2027 年的铜消费年均复合增速或为 16.3%.....	9
3.3 建筑行业: 2023 至 2027 年的铜消费年均复合增速或为 1.6%.....	10
3.4 电力投资行业: 2023 至 2027 年的铜消费年均复合增速或为 5.5%.....	11
3.5 至 2027 年四大行业用铜量或增长 325 万吨至 1454.6 万吨 (CAGR 6.3%).....	12
3.6 铜行业或延续高景气周期.....	13
<b>4. 铜行业 A 股相关标的</b> .....	<b>13</b>
4.1 紫金矿业 (601899.SH).....	13
4.2 西部矿业 (601168.SH).....	15
4.3 铜陵有色 (000630.SZ).....	15
4.4 金诚信 (603979.SH).....	16
4.5 江西铜业 (600362.SH).....	17
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 表格目录

<b>表 1: 2023 年全球铜消费前十国家统计(M1-M11)</b> .....	<b>5</b>
<b>表 2: 中国显性铜消费测算表 (2019-2024: M1-M6)</b> .....	<b>6</b>
<b>表 3: 1-6 月用铜产品产量累计数据对比 (2022-2024:M1-M6)</b> .....	<b>7</b>
<b>表 4: 铜下游终端产业用铜量总结</b> .....	<b>8</b>
<b>表 5: 家电行业用铜需求数据表 (2019-2027E)</b> .....	<b>9</b>
<b>表 6: 交运行业用铜需求数据表 (2019-2030E)</b> .....	<b>10</b>
<b>表 7: 建筑行业用铜需求数据表 (2011-2027E)</b> .....	<b>11</b>
<b>表 8: 电力行业用铜需求数据表 (2019-2027E)</b> .....	<b>12</b>
<b>表 9: 国内主要用铜行业铜消费年数据对比表 (2021-2027E)</b> .....	<b>12</b>
<b>表 10: 全球及中国精铜需求表 (2016-2026E)</b> .....	<b>12</b>
<b>表 11: 中国精铜供需平衡表 (2016-2026E)</b> .....	<b>13</b>

## 插图目录

<b>图 1: 全球阶段性铜消费及增速 (以四年为周期)</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2: 中国人均铜消费量拟合</b> .....	<b>4</b>
<b>图 3: 中国与世界精炼铜消费增长情况对比</b> .....	<b>5</b>
<b>图 4: 中国精炼铜消费占比变化</b> .....	<b>5</b>
<b>图 5: 主要金属品种全球显性库存走势图</b> .....	<b>6</b>
<b>图 6: 中国基本金属库存可用天数</b> .....	<b>6</b>
<b>图 7: 铜板带箔开工率走势图 (2016-2024M6)</b> .....	<b>7</b>
<b>图 8: 铜杆开工率走势图 (2016-2024M6)</b> .....	<b>7</b>
<b>图 9: 电线电缆开工率走势图 (2016-2024M6)</b> .....	<b>8</b>
<b>图 10: 铜材开工率走势图 (2016-2024M6)</b> .....	<b>8</b>

图 11: 新能源汽车销量预测 (2018-2030E) .....	10
图 12: 充电桩新增量预测 (2019-2027E) .....	10
图 13: 2018-2027E 电源投资新增装机容量预测 (单位: 万千瓦) .....	11
图 14: 电网投资年度完成额预测 (2019-2027E) .....	11
图 15: 行业资产负债率、销售费用率与净利率变化 .....	13
图 16: 铜行业配置比例持续增加 .....	13
图 17: 紫金矿业全球矿产资源开发基地分布图 (2023 年) .....	14
图 18: 紫金矿业 2023 年产量及 2024-2024 年产量计划 .....	15
图 19: 2023 年紫金矿业矿产铜、矿产金占中国总产量比例 .....	15

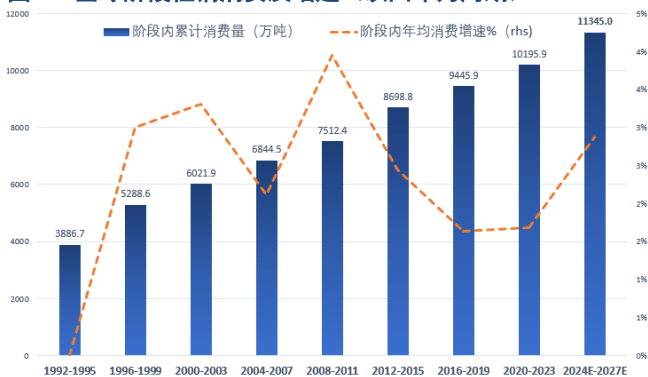
## 1. 全球铜需求仍显现强韧性及高弹性

全球精铜需求显现强韧性及强弹性。本报告我们将聚焦全球铜消费总量变化及中国铜消费增长变化来进行数量化推理及分析, 数据显示全球铜消费进入周期性的强增长阶段, 而中国铜消费亦有远期良性展望。鉴于中国铜消耗量占全球总消费量比例已升至 58.2%, 我们统计了中国下游主要铜消费终端的单位耗铜量, 并对中国的家电、交运、建筑及电力投资四个用铜行业对铜消费进行了远期拟合, 发现得益于绿色低碳能源转型及新质生产力的持续发展, 中国铜消费仍有较大的增长空间及增长预期。

### 1.1 全球铜消费或进入周期性的强增长阶段

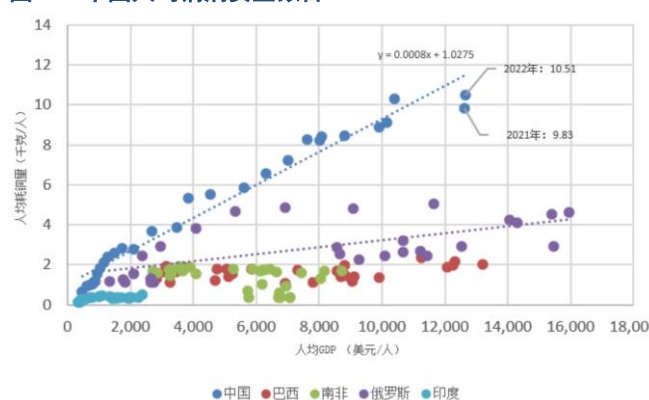
从消费角度观察, 全球铜消费或进入周期性的强增长阶段。若以 4 年为周期来观察近 30 年的全球铜消费数据, 2024-2027 年全球累计阶段性铜消费或总计上涨 11.3% 至 11345 万吨, 期间年均消费增长率约 2.88%。自 1996-2023 年, 全球铜消费阶段性增长均值 (4 年期) 为 2.85%, 其中 96-07 年间的消费整体维持于 3.42% 左右的良性增长水平, 但 08-11 年却因次贷危机影响而急速回落至 1.89%, 而后在低基数及全球量化宽松提振下消费增速升至 3.9%, 但至 2016 年随着中国金融去杠杆的进行 (包括去融资铜) 叠加中美贸易争端加剧, 增速均值再次降到了 1.24%。2020 年全球经济遭受预期外扰动, 但 20H2 全球一致性货币财政双刺激推动铜产业链阶段性补库显现, 一定程度上弱化了 22 年全球加息周期对铜消费的抑制, 令该阶段全球铜消费增速升至 2.54%。对于 2024-2027 年的铜消费, 考虑到全球以铜为代表的产业链库存重塑及以中国新质生产力与绿色低碳能源转型为代表的绿色能源基建的持续实施, 我们认为铜阶段性的总消费或有 11.3% 的增长, 即 2024-2027 年全球累计铜消费或增至 11345 万吨。

图 1: 全球阶段性铜消费及增速 (以四年为周期)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

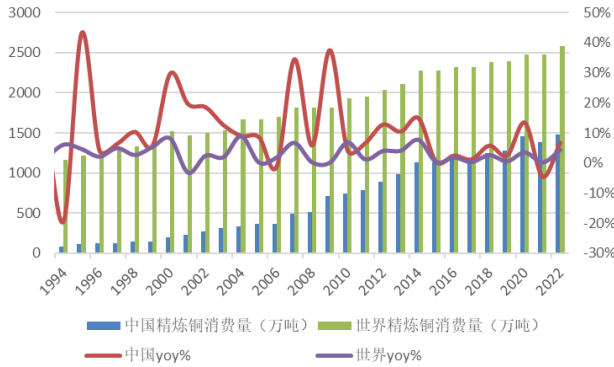
图 2: 中国人均铜消费量拟合



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 1.2 全球铜消费区域集中度极高，中国铜消费占比升至 58.2%

图 3：中国与世界精炼铜消费增长情况对比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 4：中国精炼铜消费占比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

全球铜消费呈现区域性的高集中度特点。从 2000 年起中国铜消费占比不断呈阶段性攀升，由 2000 年的 12.7% 至 2023 年 M11 已达 58.2%。根据 ICSG 数据，2023 年前 11 个月全球铜消费量总计 2461 万吨，而中国铜消费 1431.5 万吨，占比 58.2% 位列第一。排在第二名的美国铜消费量 147.5 万吨，大约为中国的十分之一，占比 6%。2023 年 M1-M11 前十名铜消费国共计消费铜 2024.4 万吨，CR10 达到 82.3%，可见全球铜消费集中度极高。

表 1：2023 年全球铜消费前十国家统计(M1-M11)

序号	国别	消费量 (万吨)	占比
1	中国	1431.5	58.2%
2	美国	147.5	6.0%
3	德国	86.7	3.5%
4	日本	75.4	3.1%
5	韩国	60.5	2.5%
6	印度	53.3	2.2%
7	土耳其	48.3	2.0%
8	意大利	46.1	1.9%
9	阿拉伯	37.7	1.5%
10	西班牙	37.4	1.5%
前十国小计		2024.4	82.3%
全球		2461	

资料来源：中国矿业，ICSG，东兴证券研究所

## 2. 中国铜消费 24H1 的表现变化

### 2.1 24H1 中国精铜表观消费同比下降 6.4% 至 717.7 万吨。

2024H1 中国精炼铜表观消费数据表现疲弱。我们根据年内前六个月中国精炼铜的显性供应量、精炼铜进出口量及社会总库存量的变化拟合了国内精铜表观消费量发现，24H1 中国精炼铜累计供应量为 788.5 万吨（121.3 万吨源于净进口，667.2 万吨源于精铜产出），这较 2023 年同期的 767.7 万吨增长 3%。而库存方面，上半年累库明显，中国交易所小计库存较年初增加 28.9 万吨，社会库存（含上海保税区及广东、无锡、重庆、天津等地）较年初增加 42 万吨，总库存累计增加 70.8 万吨（23 年同期为增加 1.2 万吨）。这样的表观数据意味着中国上半年的表观铜消费量仅有 717.7 万吨，导致 24H1 中国显性铜消费增速由 23 年的 13.2% 降至 -6.4%。累库的巨大增幅与铜消费表现的疲软吻合，参考各下游行业开工率的整体下降，也印证了我们对显性铜消费测算的判断。

表 2：中国显性铜消费测算表（2019-2024：M1-M6）

万吨	2019	2020	2021	2022	2023	2024
精炼铜累计产量	452.4	482.2	515.4	533.3	630.0	667.2
%	2.7%	6.6%	6.9%	3.5%	18.1%	5.9%
精炼铜累计净进口	138.1	180.2	158.2	160.5	137.7	121.3
精炼铜累计进口	156.3	192.5	171.3	177.1	154.6	151.5
精炼铜累计出口	18.2	12.3	13.1	16.7	16.9	30.2
%	-17.3%	30.5%	-12.2%	1.4%	-14.2%	-11.9%
<b>库存</b>						
社会库存变化	-8.9	4.6	-10.9	-14.5	-1.3	-42.0
期初社会库存	55.0	41.8	55.9	27.4	15.3	7.5
期末社会库存	63.9	37.2	66.8	41.9	16.6	49.4
交易所小计库存变化	-2.7	2.4	-7.9	-1.9	0.1	-28.9
期初小计库存	11.9	12.4	7.5	3.8	6.9	3.1
期末小计库存	14.6	10.0	15.4	5.7	6.8	32.0
库存变化总计	-11.6	7.0	-18.8	-16.4	-1.2	-70.8
中国精炼铜表观供应	590.5	662.4	673.6	693.8	767.7	788.5
%	-2.8%	12%	2%	3%	11%	3%
中国精炼铜表观消费	578.9	669.4	654.8	677.4	766.4	717.7
%	-3.1%	15.6%	-2.2%	3.4%	13.2%	-6.4%

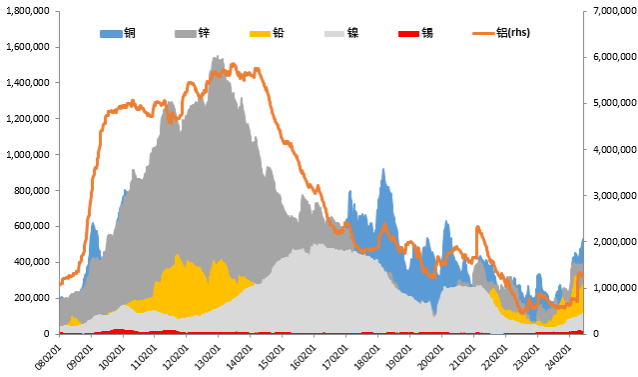
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.2 中国年内铜消费情况：24H1 用铜终端整体疲弱

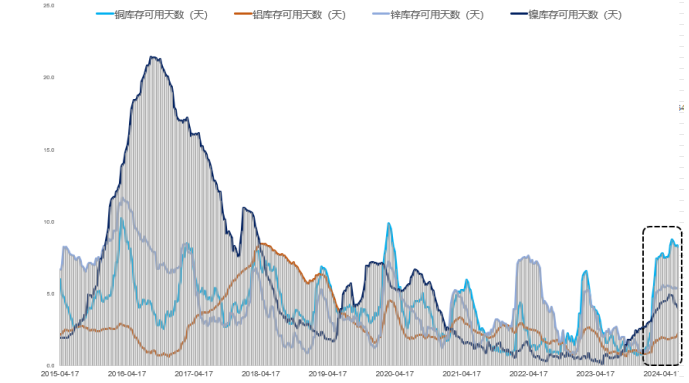
图 5：主要金属品种全球显性库存走势图

图 6：中国基本金属库存可用天数





资料来源: iFinD, Wind, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, Wind, 东兴证券研究所

中国涉铜行业的产量数据显示, 24H1 铜终端消费整体疲弱。铜材产量数据可以大致拟合铜消费状态, 24H1 中国铜材产量增速由 23 年同期+6%降至-2%, 总产量降至 1061 万吨, 显示铜消费端整体呈现的弱化迹象。若从分项数据观察, 汽车及冷柜产量维持同比增速放大趋势, 但光缆及交流电动机产量却大幅回落, 其中光缆产量下降 22%至 1.29 芯亿米, 交流电动机产量下降 10%至 1.65 亿千瓦。此外, 发电设备、发动机、空调及洗衣机产量维持正增长但增速均有不同程度下降(其中发电设备增幅收窄 15pct)。另一方面, 涉铜行业开工率则进一步印证需求的弱化, SMM 的数据显示铜箔、电线电缆、铜材以及铜杆行业 24H1 开工率较 23 年同期分别下降-10.1%、-9.98%、-6.38%与-1.71%。下游用铜企业开工率的低迷印证了年内中国精铜消费的疲软, 并且部分解释了年内铜累库压力的攀升。

表 3: 1-6 月用铜产品产量累计数据对比 (2022-2024:M1-M6)

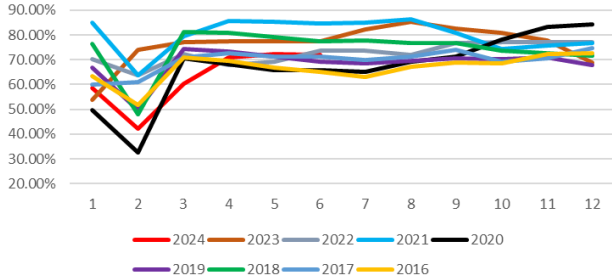
	单位	2022		2023		2024	
		M1-M6	%	M1-M6	%	M1-M6	%
发电设备	亿千瓦	0.77	10%	0.98	28%	1.11	13%
光缆	芯亿米	1.65	18%	1.66	0%	1.29	-22%
交流电动机	亿千瓦	1.98	7%	1.84	-7%	1.65	-10%
发动机	亿千瓦	10.86	-20%	11.26	4%	11.39	1%
汽车	百万辆	12.48	-2%	13.10	5%	13.96	7%
空调	百万台	122.49	-1%	140.60	15%	157.06	12%
冷柜	百万台	12.32	-22%	12.02	-2%	13.46	12%
家用洗衣机	百万台	41.13	-4%	49.13	19%	53.12	8%
铜材	百万吨	10.23	1%	10.81	6%	10.61	-2%

资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图 7: 铜板带箔开工率走势图 (2016-2024M6)

图 8: 铜杆开工率走势图 (2016-2024M6)

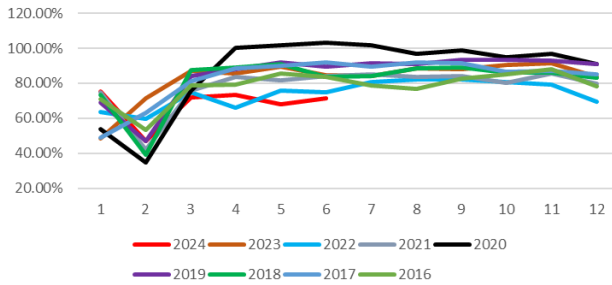
铜板带箔开工率  
copper foil operating rate



资料来源: SMM, 东兴证券研究所

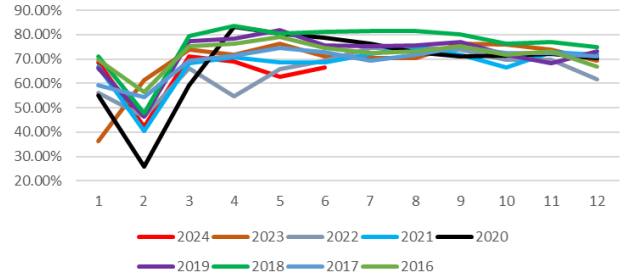
图 9: 电线电缆开工率走势图 (2016-2024M6)

电线电缆开工率  
copper cable operating rate



资料来源: SMM, 东兴证券研究所

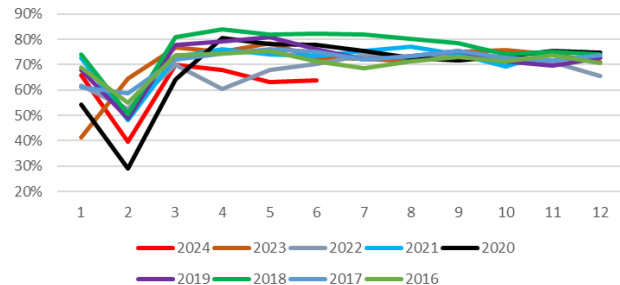
铜杆开工率  
copper rod operating rate



资料来源: SMM, 东兴证券研究所

图 10: 铜材开工率走势图 (2016-2024M6)

铜材开工率  
copper profile operating rate



资料来源: SMM, 东兴证券研究所

### 3. 中国铜消费仍有远期良性展望

我们统计了下游主要铜消费终端的单位耗铜量, 并依此对中国的铜消费行业进行梳理及展望。我们发现家电、交运、建筑及电力投资四个行业对铜的消费支持将依然存在, 此外, 得益于绿色低碳能源转型及新质生产力的持续发展, 中国铜消费仍有较大的增长空间及增长预期。

表 4: 铜下游终端产业用铜量总结

耗铜量	空调	冰箱	家用洗衣机	冷柜	建筑	电网投资	电源投资
	千克/台	千克/台	千克/台	千克/台	千克/平方米	千克/亿元	千克/亿元
耗铜量	8	3	2	3	0.28	900	200
	传统汽车	混动汽车	纯电汽车	混动巴士	电动巴士	DC充电桩	AC充电桩
	千克/辆	千克/辆	千克/辆	千克/辆	千克/辆	千克/台	千克/台
耗铜量	23	60	83	89	300	60	8
	水力发电机	火力发电机	核能发电机	风力发电机	光伏发电机		
	吨/万千瓦	吨/万千瓦	吨/万千瓦	吨/万千瓦	吨/万千瓦		
耗铜量	30	20	20	60	50		

资料来源: ICA, Antaike, CRU, JPM, 国土资源部信息中心, 东兴证券研究所



### 3.1 家电行业：2023 至 2027 年的铜消费年均复合增速或为 4.4%

2023 年家电行业占铜消费总比重约 22.2%，其中空调行业占总家电用铜总消费约 77%。空调行业的产销规模受能效新政实施及全面完成《蒙特利尔议定书》规定的目标而有望进入新的扩张期。根据《蒙特利尔议定书》规定的氢氟碳化物(HCFCs)淘汰时间表，在 2025 年中国需要淘汰消费量极限水平的 67.5%，并且需要在 2024 年冻结氢氟烃的生产消费，这意味着在十四五期间绿色智能生产线占比的提升及低能效产品的加速淘汰。鉴于空调行业产销规模的高基数存在及产品的升级置换需求，我们预计 2023-2027 年的空调产量或有年均 6%左右的增速，即空调行业的用铜需求至 2027 年或会达到 234 万吨。我们将空调及其他家电产品(家用洗衣机、冰箱及冷柜)的耗铜数据测算整合，发现家电行业至 2027 年的铜消费复合增速或为 4.4%，累计耗铜量或达到 301 万吨。

表 5：家电行业用铜需求数据表（2019-2027E）

	空调 万台	耗铜量 万吨	%	冰箱 万台	耗铜量 万吨	%	家用洗衣机 万台	耗铜量 万吨	%	冷柜 万台	耗铜量 万吨	%	合计耗铜量 万吨	%
2027E	29301.79	234.41	3%	10872.40	32.62	3%	13446.74	26.89	5%	2491.43	7.47	1%	301.40	3%
2026E	28448.34	227.59	4%	10555.73	31.67	4%	12806.42	25.61	6%	2470.41	7.41	-2%	292.28	4%
2025E	27354.17	218.83	5%	10149.74	30.45	3%	12081.53	24.16	7%	2512.45	7.54	3%	280.98	5%
2024E	25956.24	207.65	6%	9834.27	29.50	2%	11291.15	22.58	8%	2428.37	7.29	-6%	267.02	5%
2023	24487.02	195.90	10%	9632.31	28.90	11%	10458.32	20.92	15%	2596.53	7.79	15%	253.50	11%
2022	22247.30	177.98	2%	8664.40	25.99	-4%	9106.30	18.21	6%	2260.20	6.78	-22%	228.96	1%
2021	21835.70	174.69	4%	8992.10	26.98	-1%	8618.50	17.24	7%	2906.00	8.72	-4%	227.62	3%
2020	21064.60	168.52	-4%	9104.70	27.31	15%	8041.90	16.08	8%	3042.40	9.13	40%	221.04	0%
2019	21866.20	174.93	7%	7904.30	23.71	0%	7432.99	14.87	4%	2171.70	6.52	27%	220.02	6%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3.2 交通行业：2023 至 2027 年的铜消费年均复合增速或为 16.3%

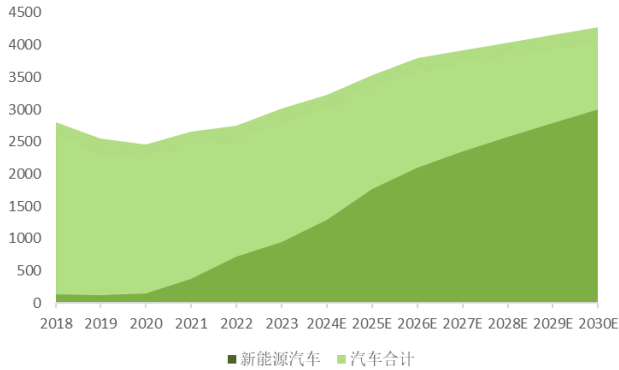
2023 年交通运输行业占中国铜总需求的 11.3%，用铜量主要集中于传统汽车、新能源汽车的生产及新能源充电基础设施建设（以充电桩为代表）。其中传统汽车尽管单辆车铜消耗量偏低（辆消耗约 23kg 铜），但源于高基数影响，2023 年为止仍占交运行业耗铜总量约 37%，而新能源汽车得益于市场规模的持续性扩大成为铜需求的绝对增量（预期至 2027 年耗铜占比增至近 75%）。此外，充电桩的全面铺建也对后期市场的铜消费起到推动作用。

从新能源汽车市场观察，根据 ICA 及安泰科等机构的数据显示，平均一台混动汽车及纯电汽车分别耗铜 60KG 及 83KG，较传统汽车耗铜的 23KG 明显增长；而对于混动巴士及电动巴士，单车耗铜量则分别达到 89KG 及 300KG。综合中国电动汽车百人会、中国工程院、中国汽车工业协会，以及国务院发展研究中心的预测，我们认为 2025 年新能源汽车市场销量占汽车总销量或升至 50%，2027 年及 2030 年或分别达到 60%及 70%。考虑到新能源汽车市场快速发展带来的汽车行业结构性变化，我们认为汽车行业整体耗铜量或在 2027 年增至 212.14 万吨，五年复合增速达 15%，2027 年较 2023 年的汽车行业铜消费或增长 76%。

另一方面，充电桩的全面铺建对铜的消费同样具有较强拉动作用。充电桩耗铜量依据直流/交流属性不同而有所分化，其中单台交流电充电桩（AC）用铜 8 公斤，单台直流电充电桩（DC）耗铜 60 公斤（AC 和 DC 桩的最大使用区别表现为充电速度不同）。根据我们对新能源汽车产出增量的拟合以及 2023 年 1:2.4 的柱车增量比推算，到 2027 年充电桩每年新增量接近 980 万个，2027 年充电桩用铜量 23.11 万吨（DC:AC 按 3:7 计算），五年复合增速 30.4%。

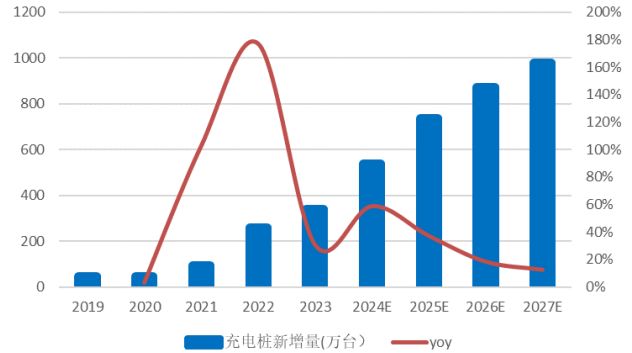
综合观察，我们认为交通行业至 2027 年的铜消费平均增速或为 16.3%，累计耗铜量或达到 235 万吨。

图 11: 新能源汽车销量预测 (2018-2030E)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图 12: 充电桩新增量预测 (2019-2027E)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

表 6: 交运行业用铜需求数据表 (2019-2030E)

	纯电动	耗铜量	混动	耗铜量	新能源汽车合计	耗铜量合计	%	传统汽车 万辆	耗铜量	%	合计耗铜量	%	充电桩	充电桩耗铜量	%	总计
2030E	1857	154.15	1138	68.30	2996	222.45	7%	1284	29.53	-6.4%	251.98	5%				
2029E	1754	145.56	1030	61.80	2784	207.36	7%	1371	31.53	-5.6%	238.89	6%				
2028E	1652	137.13	929	55.76	2582	192.90	10%	1452	33.40	-7.3%	226.30	7%				
2027E	1527	126.77	822	49.34	2350	176.11	12%	1567	36.03	-8.4%	212.14	8%				
2026E	1380	114.56	711	42.66	2091	157.22	18%	1711	39.35	-3.2%	196.57	13%				
2025E	1185	98.32	583	35.01	1768	133.32	37%	1768	40.66	-8.6%	173.99	22%				
2024E	877	72.79	413	24.76	1290	97.55	34%	1934	44.49	-6.4%	142.04	18%				
2023	670	55.64	288	17.26	944	72.91	33%	2067	47.54	2.0%	120.45	19%				
2022	547	45.38	159	9.53	722	54.90	96%	2026	46.59	-11.4%	101.50	26%				
2021	294	24.42	60	3.61	368	28.02	161%	2285	52.56	-1.4%	80.58	26%				
2020	111	9.17	26	1.56	146	10.73	10%	2317	53.29	-5%	64.02	-3%				
2019	102	8.46	22	1.32	119	9.78	-1%	2434	55.98	-9%	65.76	-8%	2019	45	1.06	66.82
2027E													979.1	23.11	12%	235.25
2026E													871.3	20.56	18%	217.13
2025E													736.7	17.39	37%	191.37
2024E													537.3	12.68	59%	154.72
2023													338.6	7.99	31%	128.44
2022													259.3	6.12	177%	107.61
2021													93.6	2.21	103%	82.79
2020													46.2	1.09	3%	65.11
2019													45	1.06		66.82

资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

### 3.3 建筑行业: 2023 至 2027 年的铜消费年均复合增速或为 1.6%

2023 年建筑业占总用铜消费比重 9.9%，铜水管、燃气管、散热器及电线等均是涉铜消费的主要商品。我们发现，建筑行业新开工面积与房屋新开工面积比值维持在 25%-40% 区间浮动。我们通过预测房屋新开工面积测算建筑行业铜消费量发现，2020-2023 年期间，我国房地产行业处于新旧动能转换阶段，进入存量房主导时代，房屋新开工面积呈现年均下降 18% 态势，但 2023 年后随着中央要求“扎实推进保障性住房建设、城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设‘三大工程’”推进，24H1“三大工程”已拉动房地产开发投资 0.9 个百分点。鉴于 2024-2025 年期间房地产市场或持续调整与分化，从经济周期的规律性以及政策的支持与刺激观察，我们预计在 2025 年后市场或缓慢进入复苏周期。

根据国务院《国家人口发展规划(2016—2030 年)》预测，至 2030 年我国城镇化率将达到 70%。考虑到 2023 年中国城镇化率已达 66.16%，这意味着中国的城镇化发展仍有至少约 4 个点的增长空间，将为房地产市场复苏提供上行动力。通过对房屋新开工面积的拟合预测，结合建筑业单位面积每增加一平方米平均耗铜 0.28kg（据国土资源部《铜下游行业未来需求》）的行业数据，我们认为到 2027 年建筑行业用铜量预计 120.4 万吨，年均复合增速 1.6%。

**表 7: 建筑行业用铜需求数据表 (2011-2027E)**

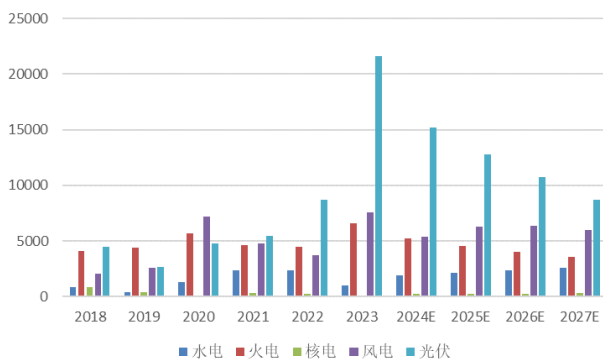
	新开工面积	耗铜量	%
2027E	43.00	120.40	10%
2026E	39.17	109.68	10%
2025E	35.75	100.10	6%
2024E	33.67	94.29	-17%
2023	40.40	113.13	-8%
2022	43.84	122.76	-11%
2021	49.21	137.79	-4%
2020	51.24	143.47	-1%
2019	51.51	144.22	-8%
2018	55.88	156.46	7%
2017	52.17	146.08	9%
2016	47.96	134.29	2%
2015	46.84	131.15	-11%
2014	52.89	148.09	2%
2013	51.68	144.70	15%
2012	44.78	125.39	4%
2011	43.08	120.61	

资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

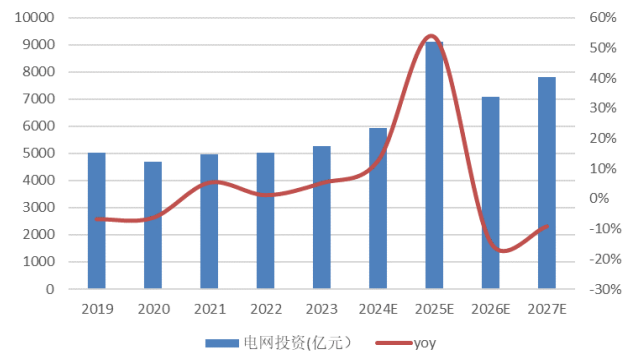
### 3.4 电力投资行业: 2023 至 2027 年的铜消费年均复合增速或为 5.5%

电力行业的需求仍是铜消费增长的核心力量, 2023 年占中国铜总消费比例约 56.6%, 其中电线电缆、配电器及变压器等铜制品在电力投资中被广泛应用。《国电十四五总体规划及 2035 年远景展望》显示, 我国电力结构将由传统化石燃料为主向清洁低碳可再生能源电力转变, 其中电网及相关产业投资近 6 万亿元; 而根据《新型电力系统行动方案 2021-2030》, 智能柔性配电网、数字电网、交直流混联电网, 智能配电站及储能等将成为电力行业发展的主要方向。

我们预计在十四五期间电网投资完成额总量或达到 3.03 万亿左右 (+18.5%), 而考虑到智慧数字电网建设及新型电力系统“源网荷储一体化”的构建, 我们认为十五五期间电网投资总额或维持 17% 左右增速, 期间电力系统年均投资额或增至 7000 亿元左右。我们根据电网投资数据结合风电、光伏等可再生能源新增装机容量拟合发现, 2023-2027 年间电力系统耗铜总量或达到 3690 万吨, 期间年均复合增速或至 5.5%。

**图 13: 2018-2027E 电源投资新增装机容量预测 (单位: 万千瓦)**


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图 14: 电网投资年度完成额预测 (2019-2027E)**


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

表 8: 电力行业用铜需求数据表 (2019-2027E)

万吨	水电	火电	核电	风电	光伏	电源耗铜量	%	电网投资 (亿元)	电网耗铜量	%	累计耗铜量	%
2027E	7.71	7.12	0.65	36.07	43.71	95.3	-12%	7803	702.25	10%	797.51	7%
2026E	7.21	8.09	0.51	38.40	53.73	107.9	-8%	7093	638.41	-8%	746.35	-8%
2025E	6.37	9.19	0.47	37.65	63.76	117.4	-6%	7752	697.70	24%	815.13	19%
2024E	5.77	10.44	0.47	32.17	75.86	124.7	-27%	6239	561.50	18%	686.21	6%
2023	3.10	13.13	0.28	45.40	108.01	169.9	105%	5275	474.75	5%	644.67	21%
2022	7.16	8.94	0.46	22.58	43.71	82.8	13%	5012	451.08	1%	533.92	3%
2021	7.05	9.26	0.68	28.54	27.47	73.0	-12%	4951	445.59	5%	518.58	3%
2020	3.94	11.32	0.22	43.27	24.10	82.8	109%	4699	422.91	-6%	505.76	3%
2019	1.34	8.85	0.82	15.43	13.26	39.7	-16%	5012	451.08	-7%	490.77	-8%

资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

### 3.5 至 2027 年四大行业用铜量或增长 325 万吨至 1454.6 万吨 (CAGR 6.3%)

从我们统计的用铜行业样本观察, 中国的实际铜消费仍具有良好的增速展望。其中 2023 年四大行业 (家电、交运、建筑及电力) 的样本数据用铜量为 1139.7 万吨, 占中国 2023 年铜消费总量 1442 万吨的 79%; 而据我们推测至 2027 年, 该四大行业用铜量或增长 325 万吨至 1454.6 万吨 (+27.6%), 这意味着主要涉铜行业的铜消费年 CAGR 或达 6.3%。

表 9: 国内主要用铜行业铜消费年数据对比表 (2021-2027E)

万吨	2021	2022	2023	2024E	2025E	2027E	较23年增长	五年CAGR
家电	227.6	229.0	253.5	267.0	281.0	301.4	18.9%	4.4%
交运	82.8	107.6	128.4	154.7	191.4	235.2	83.2%	16.3%
建筑	137.8	122.8	113.1	94.3	100.1	120.4	6.4%	1.6%
电力	513.1	525.2	644.7	686.2	815.1	797.5	23.7%	5.5%
合计	961.3	984.5	1139.7	1202.2	1387.6	1454.6	27.6%	6.3%

资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

综合观察, 我们认为在低碳能源结构转型及新能源基建支持下, 中国的精铜消费增速或逐步恢复至 3.5% 之上, 中国的精铜消费增长或依然高于全球, 中国占全球铜消费的比重将不断提升 (预计至 2025 年或升至 55% 之上)。

表 10: 全球及中国精铜需求表 (2016-2026E)

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国精铜消费	1155	1182	1225	1270	1307	1342	1374	1,442	1,482	1,536	1,592
消费增速%	1.96%	2.34%	3.64%	3.67%	2.91%	2.68%	2.38%	4.93%	2.77%	3.69%	3.61%
全球精铜消费量	2250	2306	2365	2433	2462	2514	2553	2636	2708	2792	2880
消费增速%	1.14%	2.46%	2.58%	2.89%	1.19%	2.09%	1.56%	3.26%	2.71%	3.10%	3.17%
中国精铜消费占比	51.3%	51.3%	51.8%	52.2%	53.1%	53.4%	53.8%	54.7%	54.7%	55.0%	55.3%

资料来源: CRU, ICSG, Woodmac, Wind, 东兴证券研究所

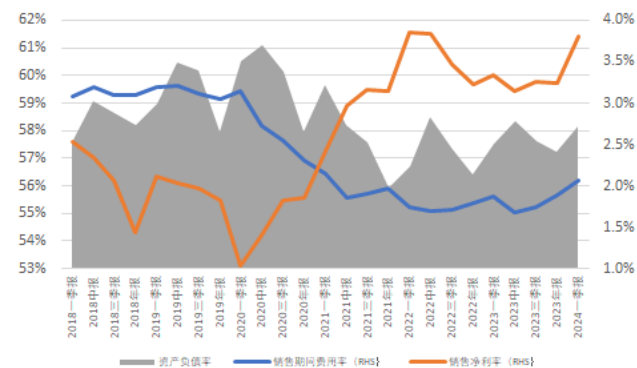
**表 11: 中国精铜供需平衡表 (2016-2026E)**

万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国精铜产量	843	890	920	975	1003	1049	1106	1298	1304	1323	1345
中国精铜消费	1155	1182	1225	1270	1307	1342	1374	1442	1482	1536	1592
精铜供需平衡	-312	-292	-305	-295	-304	-293	-268	-144	-178	-213	-246
月均精铜进口量	26.0	24.3	25.4	24.6	25.3	24.4	22.3	12.0	14.8	17.8	20.5

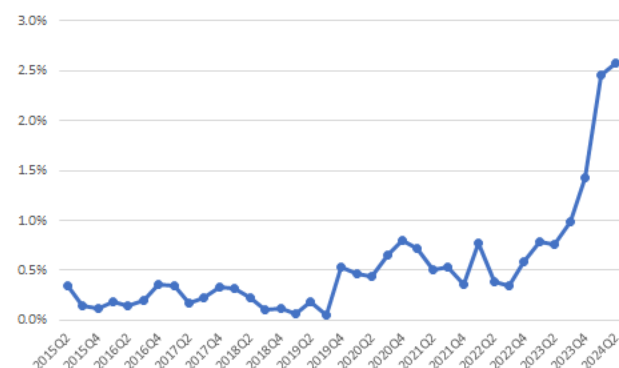
资料来源: CRU, ICSG, Woodmac, Wind, SMM, 安泰科, 东兴证券研究所

### 3.6 铜行业或延续高景气周期

我们认为铜市场的供应缺口或仍有趋势性放大可能。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性, 而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。上游供给的偏刚性及下游需求的强弹性或令实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧, 而中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化, 这意味着铜的定价重心或在基本面偏紧背景下仍显现易涨难跌, 即铜的供需属性决定价格韧性而金融属性将决定价格弹性, 而易涨难跌的铜价也意味着行业景气度或仍处于偏强周期, 这也与公募基金在铜行业配置比例的升高相印证 (由 22Q2 的 0.39% → 24Q2 的 2.58%)。

**图 15: 行业资产负债率、销售费用率与净利率变化**


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图 16: 铜行业配置比例持续增加**


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

## 4. 铜行业 A 股相关标的

### 4.1 紫金矿业 (601899.SH)

公司是大型跨国矿业集团, 在海外 15 个国家和中国 17 个省 (自治区) 拥有超 30 座大型、超大型矿产资源开发基地, 主要在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等。公司拥有世界级矿产资源, 目前保有益资源量丰富, 其中铜约 7,500 万吨、黄金约 3,000 吨、锌 (铅) 超过 1,000 万吨、银约 1.5 万吨, 当量碳酸锂超过 1,300 万吨。公司预计 2024 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润约人民币 145.5-154.5 亿元, 与上年同期相比将增加约 42.48-51.48 亿



元, 同比增加约 41%-50%。

**世界级资源支撑铜产量成长性显现。**公司铜资源雄厚, 目前保有储量 3340 万吨, 权益储量占中国铜总储量 82%。公司铜矿产量增长极具成长性, 2020 年以来铜矿产量年均复合增速约 30%, 为全球铜增长最多、最快的矿业公司。2023 年, 公司矿产铜 100.73 万吨, 同比增长 11.13%, 成为中国及亚洲唯一矿产铜产量破百万吨大关矿企, 矿产铜产量位居全球前五, 占中国矿产铜总量约 62%; 冶炼产铜 72.46 万吨, 同比增长 4.88%。公司预计 2024 年矿产铜产量将增至 111 万吨, 年同比增长 10%, 而 2025 年该数值将达到 117 万吨, 年同比增长 5.4%。铜产量持续的高速增长来源于矿山项目的持续推进, 其中塞尔维亚丘卡卢 - 佩吉铜(金)矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目 2025 年总体有望形成矿产铜 30 万吨/年产能, 刚果(金)卡莫阿铜矿三期采选工程预已于 2024 年第二季度建成投产, 年产能提升至 60 万吨铜以上, 2024 年第四季度其年产 50 万吨阳极铜冶炼厂计划建成投产; 西藏巨龙二期改扩建工程已获有关部门核准, 建成达产后总体年采选矿石量将超过 1 亿吨, 年矿产铜将达 30-35 万吨, 预期成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山; 西藏朱诺铜矿规划建成年矿产铜 9.9 万吨矿山; 多宝山铜山铜矿 II 号矿体采选工程建成达产后整体年产能有望提升至 12 万吨。

**低成本竞争优势全球领先。**公司在找矿勘查、投资并购、开发运营三方面成本控制能力均全球领先。勘探方面, 公司 50% 以上铜、金资源和 90% 以上锌(铅)资源为自主勘探获得, 凭借其技术优势以及丰富的实践经验, 单位勘查成本显著低于全球同行。投资并购方面, 通过逆周期并购手段, 2020 年以来, 公司资源平均并购成本铜约 50 美元/吨、黄金约 70 美元/盎司, 显著低于全球同行同期铜 200 美元/吨、黄金 80 美元/盎司的平均并购水平。开发运营方面, 公司坚持“一企一策”开发, 优化建设方案、控制投资成本、缩短建设周期, 生产运营成本竞争优势凸显, 铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20% 分位。同时, 公司强大的技术输出能力也能转换为运营优势, 通过针对项目公司的实际开展系统的技术攻关和方案输出, 解决权属企业的技术问题, 原长期亏损的塞尔维亚博尔铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿等 5 个大型项目在公司主导运营后不到 1 年均扭亏为盈。

**风险提示:** 全球矿山资本开支计划不及预期; 公司矿端项目产出不及预期; 项目国政治风险; 金属价格大跌。

图 17: 紫金矿业全球矿产资源开发基地分布图 (2023 年)



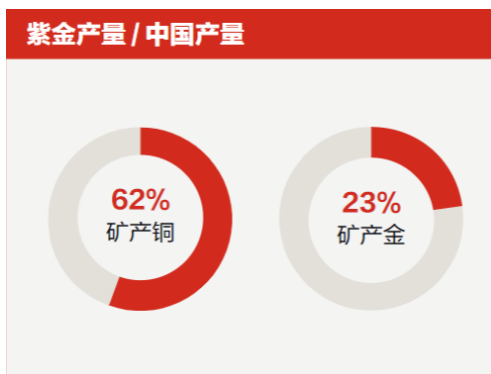


资料来源: 紫金矿业 2023 年年报, 东兴证券研究所

**图 18: 紫金矿业 2023 年产量及 2024-2024 年产量计划**

	2023	2024E	2025E
矿产铜/万吨	101	111	117
矿产金/吨	68	73.5	90
矿产锌(铅)/万吨	47	47	48
矿产银/吨	412	420	450
当量碳酸锂/万吨	0.29	2.5	12
矿产铝/万吨	0.81	0.9	1.6

资料来源: 紫金矿业 2023 年年报, 东兴证券研究所

**图 19: 2023 年紫金矿业矿产铜、矿产金占中国总产量比例**


资料来源: 紫金矿业 2023 年年报, 东兴证券研究所

## 4.2 西部矿业 (601168.SH)

**矿山产业链布局全面。**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, 同时还通过下属上海、香港两公司进行铜、铅、锌等有色金属贸易及期货套期保值业务, 并且通过其控股子公司西矿财务为成员单位提供金融服务。公司亦积极投入盐湖化工产业, 已通过股权投资等方式进入盐湖提镁、盐湖提锂等相关领域, 主要产品有高纯氢氧化镁、高纯氧化镁、无水氟化氢等。2024 年上半年, 受益于铜精矿产量、价格同比分别增长 42%、13%, 公司实现实现净利润 27.48 亿元, 其中归属于母公司股东的净利润 16.21 亿元, 较上年同期增长 7.55%。

**矿山开发业务支撑公司持续稳定发展。**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 2024 年 6 月 30 日, 公司总计拥有保有资源储量为铜金属量 593 万吨、铅金属量 154 万吨、锌金属量 266 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 13 吨、银金属量 2,052 吨, 铁(矿石量) 29,649 万吨, 氯化镁 3,046 万吨。矿山资源丰富推动金属产量提升, 冶炼端也随之实现稳定增长。铜方面: 2024 年上半年, 公司实现铜精矿产量 85235 吨, 同比增长 42%; 电解铜产量 121,548 吨, 同比增长 44.12%, 其中, 青海铜业生产电解铜 85,324 吨, 同比增长 53.95%, 西部铜材生产电解铜 34,022 吨, 同比增长 29.26%。公司产能扩张持续推进: 玉龙铜业按计划开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作, 目前已完成《三期工程开发利用方案》等九项报告编制并取得评审意见, 西部铜材节能环保升级改造项目已进入冲刺阶段, 项目建成后将增加 10 万吨电解铜产能。

**风险提示:** 公司矿端项目产出不及预期; 金属价格大跌; 公司冶炼项目产出不及预期。

## 4.3 铜陵有色 (000630.SZ)

公司是集铜采选、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。阴极铜的生产销售是公司目前的主导业务, 公司生产模式包括自产矿采矿、

冶炼以及外购铜原料冶炼两种, 其中外购铜原料冶炼为公司主要的生产模式, 公司从中获取加工费用。2023 年, 公司实现营业收入 1,374.54 亿元, 同比增长 12.81%; 利润总额 53.92 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 26.99 亿元, 同比减少 1.1%。

**冶炼产业规模化优势明显。**公司为国内主要阴极铜生产企业和铜箔生产企业, 在铜冶炼及铜箔加工等领域规模领先。2023 年, 公司生产阴极铜 175.63 万吨, 约占国内总产量的 13.52%, 同比增长 7.83%; 铜加工材 41.41 万吨, 同比增长 5.94%; 硫酸 536.65 万吨, 同比增长 8.33%; 铜箔产能达 5.5 万吨, 在建锂电池铜箔产能 2.5 万吨/年, 预计 2024 年上半年公司铜箔产能将达到 8 万吨, 进一步巩固和提升行业领先地位。同时, 公司 5G 通讯用高频高速铜箔, 6 微米及以下锂电箔出货量快速增长, 已成为行业龙头企业主要供应商。

**矿山勘探不断投入, 自产矿规模增加。**2023 年, 公司投入勘查资金约 0.7 亿元, 开展多项矿产勘查活动、矿山深边部找探矿工作, 新增推断级以上铜资源金属量 6.9 万吨。截止 2023 年末, 公司总共拥有铜资源金属量 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%, 目前米多拉铜矿一期项目满产, 年产铜 12.1 万吨, 净利润达 18.4 亿元。2023 年公司总计生产矿产铜 17.51 万吨, 同比增长 239.34%, 显示公司矿山勘查成效明显, 矿山开发进展顺利。2023 年 8 月, 米多拉铜矿二期扩建项目已经开工, 计划 2025 年 7 月建成投产, 项目建成后米多拉铜矿预计每年产铜超 20 万吨, 满产后有望成为全球前 20 大矿山, 从而拉动公司整体铜产量进入国内前三。

**风险提示:** 金属价格大跌; 公司矿端项目产出不及预期。

#### 4.4 金诚信 (603979.SH)

公司是国内非煤地下固体矿山开采产业链一体化龙头企业, 经营模式为矿业纵向一体化, 包括以矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发、矿山机械设备制造在内的矿山开发服务业务, 以及矿山资源开发业务。

**矿山开发服务业务延续强增长稳定性。**2023 年, 公司掘进量、采供矿量再创新高: 全年完成掘进总量 (含采切量) 458.58 万立方米, 计划完成率为 106.88%; 采供矿量 3,933.10 万吨, 计划完成率为 94.13%; 实现矿服营业收入 660,749.13 万元, 同比增长 25.52%, 占报告期内营业收入的 89.30%。公司矿山开发业务的稳定增长一方面反映了矿山开发服务领域具有一定的抗周期扰动性的特点 (矿山端采矿工程停滞对矿业主易造成巨大机会成本), 另一方面则显示出公司在矿采选服务行业市场优势的扩大。合同签署情况也进一步印证公司矿采服务行业的强成长性, 23 年公司全年新签及续签合同完成额达 62 亿元 (+10.7%)。考虑到公司采矿运营管理业务占主营比例已由 2020 年 49.8% 增长至 23 年的 60.6%, 毛利率同期由 10.9% 升至 30.35%; 结合公司海外主营收入已占业务总收入 63.1% (总金额升至 46.7 亿元), 海外毛利增至 32.6%, 预计公司矿山开发服务业务规模有望维持年均 15% 以上的复合增速。

**矿山资源开发业务推动业绩弹性释放。**资源开发业务已成为公司第二成长曲线, 并在 2023 年形成实际的营业收入 62578.23 万元, 毛利率高达 48.37%。公司自营的贵州两岔河磷矿、刚果 (金) Dikulushi 铜矿、刚果 (金) Lonshi 铜矿均进入生产期, 通过并购增加了在哥伦比亚 SanMatias 铜金银矿项目公司层面 50% 的权益, 总计拥有矿产权益储量为铜金属 120 万吨, 31.87% 高品位磷矿石 1910 万吨, 银金属 179 吨及金金属 19 吨。其中公司刚果 (金) Dikulushi 项目铜矿保有矿石量约 55 万吨, 铜平均品位 6.52%, 其生产铜精矿在 2023 年初次实现销售, 已完成销售额 15857.87 吨, 销售收入占比 5.84%; 贵州两岔河磷矿项目资源量为 2,122 万吨磷矿石, P2O5 平均品位 31.87%, 其生产磷矿石亦在 2023 年初次实现销售, 年内完成销售量 159974.93 吨, 销售收入占比 1.62%; 公司刚果 (金) Lonshi 铜矿保有矿石量 3,057 万吨, 平均品位 2.78%, 其 2023 年试生产阴极铜 4621.82 吨, 项目达产后年产约 4 万吨铜金属, 预计 2024 年可开放对外

销售。2024年7月11日,公司通过全资子公司收购Lubambe Copper Mine Limited (“LCML”) 80%股权及相关债权,从而取得赞比亚Lubambe铜矿80%的权益,进一步增强其海外矿山资源储备。得益于矿山资源开发业务各矿山项目提产增效,以及公司矿山服务业务的稳健增长,公司预计2024年半年度实现归属于上市公司股东的净利润60,000.00万元到63,000.00万元,与上年同期相比,将增加19,762.69万元到22,762.69万元,同比增加49.12%到56.57%。

**多项核心竞争力构筑公司成长优势。**公司坚持科技创新驱动具有业内成熟且领先的矿采矿服技术优势;公司具备矿山工程建设、运营管理、设计开发及矿山设备制造的一体化优势;具有超千米深部资源等深井工程综合开发服务优势(竣工竖井最深达1526米,斜坡道最长达8008米);矿山采选服务业具有20年的高认可度品牌影响力等。

**公司成长性将受益于:**矿业资本开支仍处强景气周期(行业强成长性),公司主营矿服项目的持续稳定扩张及海外市场市占率的持续攀升(提升公司成长性),公司自身矿商项目的逐步释放(提升公司业绩及估值弹性)。

**风险提示:**全球矿山资本开支计划不及预期;项目国政治风险;客户集中度偏高风险;应收账款风险;公司矿端项目产出不及预期。

#### 4.5 江西铜业 (600362.SH)

**完整铜产业链一体化优势明显,多金属资源储备丰厚且仍有增长空间。**公司是中国最大的综合性铜生产企业,拥有从矿山勘探、采选、冶炼至铜产品加工的完整一体化产业链。公司拥有5座在产100%权益矿山,5家在产冶炼厂,10家铜材加工厂并控股上市公司恒邦股份(持股44.48%)。其中公司的德兴铜矿为国内最大露天开采矿山,贵溪冶炼厂为全球单体规模最大的铜冶炼厂,公司亦是中国最大铜加工商,铜材年产量超180万吨。公司一体化的产业链布局有助于提升公司规模效益及生产效率,并增强公司拓展性优势。从资源角度观察,截止2023年底,公司100%所有权的资源储量约为铜金属874.23万吨(-2.8%)、黄金243.7吨(-11.7%)、银8045.6吨(-6.7%)、钼16.4万吨(-21.9%);联合其他公司所控制的按所占权益计算资源量约为铜443.5万吨、黄金52吨;控股子公司恒邦股份拥有156.57吨黄金储量(+4.1%)。鉴于公司自有矿山原材料占比由2022年7.53%已升至2023年21.74%,预计后期公司在资源储备方面或仍有积极举措。此外,公司的阴极铜、黄金及白银产品是LME和LBMA注册的可交割品牌。

**阴极铜产量增长迅速,贵金属板块贡献度提高。**公司铜产量整体上升,铜精矿产铜/阴极铜/铜加工品分别20.2/209.73/181.79万吨,同比-1.17%/+14.02%/+2.86%,副产品硫酸产量+10%至595.79万吨;其中公司阴极铜产量占国内总产量比例由2022年16.6%提升至2023年18.2%,铜材产量占比同期亦由7.7%提升至8.2%。显示公司主营业务规模的稳定有效提升。另一方面,公司全年实现黄金/白银产量112.64吨/1351.54吨,同比+26.85%/+9.64%,其中恒邦股份黄金/白银产量73.88吨/952.63吨(+58%/+15.5%),显示公司资源开发与业务协同能力的持续优化。从利润角度观察,尽管23年公司有色金属制造业及贵金属副产品原材料成本分别上涨12.46%及49.7%,但公司阴极铜及贵金属业务毛利率分别维持在2.81%及2.66%,相关业务的毛利水平整体维持相对稳定态势,反映公司具有较强对冲大宗商品价格波动风险的能力。从公司2024年生产计划观察,公司2024年计划产铜精矿/阴极铜/铜加工产品分别为20/232/197万吨,黄金/白银产量计划生产128吨/1286吨,显示公司仍具有较为稳定的成长性。

**绿色数字产业化助力产业链转型升级。**公司在绿色产业和数字产业两方面积极发力,公司拥有12家国家级绿色矿山和绿色工厂并积极实施电机能效提升及绿色能源发电项目,其中贵溪冶炼厂2023年节电超2,350万度(三年节电超1亿度),环境活性分子处理工艺大幅在实现废水达标排放的基础上降本超30%。此外,公司以德兴铜矿数字矿山(无人驾驶、智能控制,单位现金成本低于行业平均水平)、贵溪冶炼厂世界首条



极板无人智能化转运生产线的投入运行（可实现炼铜工序全流程自动化一次性完成）为试点推动产业链数字化的提能升级，当前公司的 10 项全国有色金属智能制造标准已通过评审，并且获得数字化成果奖项 31 项，其中城铜“5G+智慧采矿”项目获全国首届国企数字场景创新专业赛一等奖，公司全年共获得专利授权 209 件，其中发明专利 35 件。绿色产业的持续发力有助提升公司生产经营稳定性的同时优化公司生产成本，而数字化转型的持续推进则有利于公司经营效率的优化及协同优势的增强。

**重点工程顺利推进，公司估值属性或将受益于加工板块拓展而优化。**采选板块，银山矿业 5000t/d 露采转井下开采工程已于 23 年 11 月开工建设、武铜三期扩建工程提前完成地下主体工程等建设计划；冶炼板块，江铜国兴 18 万吨/年阴极铜节能减排项目成功投产，冶炼总产能已升至 188 万吨/年（未含恒邦 25 万吨冶炼铜产能）；加工板块，华东电工 10 万吨新能源电磁线项目、江铜隆昌一期 3.5 万吨北线改造项目以及台意电工漆包扁线 4000 吨扩产项目顺利投产，叠加江铜环保 5 万吨综合回收利用及江西电缆 220KV 超高压生产线项目的加速推进。考虑到公司高端芯片散热材料“金刚石-铜”产品已批量试用、6N 高纯铜完成中试研究、新能源汽车用高性能无氧铜杆实现低成本规模化生产销售，预计公司后期加工业务板块的升级拓展将对公司估值形成有效优化。

**公司具有多项可比优势：**完整的铜产业链一体化优势，资源及规模优势，技术及成本优势，品牌优势及专业化的人才储备优势等。

**风险提示：**金属价格大幅下跌；项目开发进度不及预期；运输及海外风险。

## 5. 风险提示

政策执行不及预期，供给端增速超预期提升，汇率及利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

### 分析师简介

#### 张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报

告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526