

# 老牌矿业巨擘，经济复苏激发价值重估潜能

2024年12月30日

## 核心观点

- 西部瑰宝，矿业巨擘，国家资源安全保障的坚强后盾：**公司是国家定调西部大开发的矿业核心龙头，拥有西部地区的资源基础与整合能力，且铜、铅锌等优质矿产资源均集中于国内，地缘政治风险相对较低，是国内资源稳定保供的企业。截至24H1，公司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、铁（矿石量）29,649万吨。
- 公司矿产资源组合主要为顺周期属性的铜、铅锌、铁品种：**2023年生产铜、锌、铅、钼精矿13、12、6、0.34万吨，铁精粉119万吨。铜板块，公司手握玉龙铜矿、获各琦铜矿等优质铜资源，2023年铜板块贡献毛利润56%，为公司第一大利润来源。铅锌板块为公司利润垫，主要矿山有锡铁山铅锌矿、会东大梁铅锌矿等，西部铜业技改工程已于年内投产，达产后铅锌金属量将增至约4万吨/年。铁矿石板块，公司计划在“十四五”末打造千万吨级铁资源基地，双利矿业二号铁矿露转地改扩建工程持续推进，远期产量可期。此外，公司向冶炼、盐湖化工等领域积极延伸，潜在增长空间可观。
- 玉龙铜矿利润丰厚，三期扩产打开成长空间：**公司核心资产玉龙铜矿为国内第二大单体铜矿，资源丰富、品位高，截至2023年底，玉龙铜矿拥有铜金属保有储量558.28万吨，铜平均品位为0.66%，伴生钼、金、银等，且为露天开采，成本优势显著、盈利能力强，在国内同类型铜矿中比较优势突出。公司持续推进玉龙改扩建，2023年11月完成二期改扩建项目，铜金属产能进一步提升至15万吨。目前玉龙铜业按计划开展三期项目前期手续办理工作，预计建成后再提产20%至18万吨。此外，玉龙铜业按9%税率征收企业所得税，税收优势助力未来业绩弹性释放。
- 铜矿供应矛盾彻底爆发且将持续存在，国内经济复苏、全球流动性改善利好铜价上扬：**铜矿生产扰动常态化对有效供给形成约束，且未来全球铜矿新投建项目有限，2025年铜矿新增产能高峰将过，铜矿进入短缺时代；而全球冶炼产能持续释放，矿端供给不足或将致使2025年铜矿缺口由3万吨进一步扩大至23万吨，对铜价形成支撑。新能源、人工智能数字经济等，铜消费结构性亮点仍存，全球供应链重塑与欧美电网更新带来铜消费增量。国内稳增长政策持续加码，叠加全球迎来降息潮，铜下游需求有望复苏，叠加流动性改善，都将提供铜上涨动能。
- 投资建议：**公司是国家西部大开发战略的核心受益者，有望在西部地区矿业整合中起到重要作用。公司主力矿山玉龙铜矿未来三期扩建项目投产，矿产铜有望迎来量价齐升驱动公司业绩增长。而此前被市场忽视的铁矿资产，在国内经济动能增强逻辑下盈利能力有望回升，具备较高的利润与估值修复潜力。当前公司估值相较于同类公司低，且分红水平行业领先，国内经济复苏、全球流动性充裕将最大化利好于公司顺周期的铜、铅锌、铁等大宗矿产资源品资产组合，或将带动公司整体估值的抬升。预计公司2024-2026年实现归母净利润37.9/44.4/51.1亿元，当前股价对应PE各为10/9/8x。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**国内经济复苏不及预期的风险；美联储降息不及预期的风险；有色金属下游需求不及预期的风险；有色金属价格大幅下跌的风险。

**西部矿业**（股票代码：601168）**推荐** 首次评级

## 分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

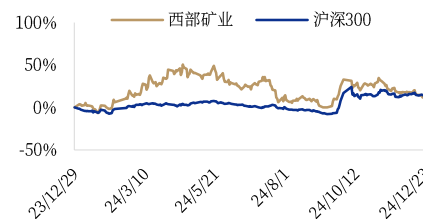
研究助理：孙雪琪

## 市场数据

2024-12-27

股票代码	601168
A股收盘价(元)	16.23
上证指数	3,400.14
总股本(万股)	238,300
实际流通A股(万股)	238,300
流通A股市值(亿元)	387

## 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	42748.12	48164.36	51354.39	53837.05
收入增长率%	6.24	12.67	6.62	4.83
归母净利润(百万元)	2789.28	3790.44	4435.80	5105.25
利润增速%	-18.38	35.89	17.03	15.09
毛利率%	18.04	22.02	22.00	22.82
摊薄 EPS(元)	1.17	1.59	1.86	2.14
PE	13.91	10.24	8.75	7.60
PB	2.54	2.22	1.94	1.69
PS	0.91	0.81	0.76	0.72

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

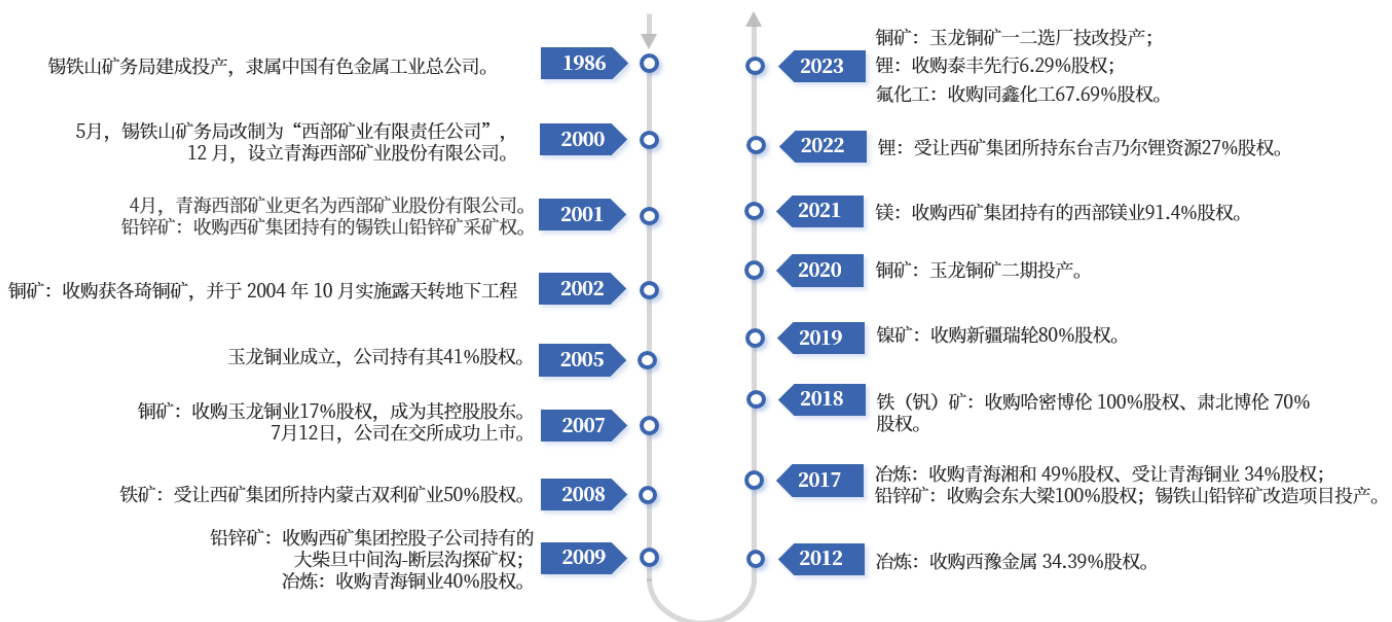
一、西部地区老牌矿业龙头，业务持续稳健增长 .....	4
(一) 整合西部地区优质资源，积极延伸产业布局 .....	4
(二) 背靠西矿集团，国资背景深厚.....	5
(三) 铜板块贡献利润增量，持续分红回馈股东 .....	6
二、矿山板块为业绩核心驱动，引领多业务协同增长 .....	9
(一) 矿山：手握优质矿产资源，主力铜矿增产可期 .....	9
(二) 冶炼：产业持续升级，原料高度自给 .....	16
(三) 盐湖：股权收购布局盐湖资源，镁锂产业协同发展.....	17
三、铜矿缺口扩大，经济复苏利好铜价上涨 .....	18
(一) 全球铜矿供应紧缺的矛盾彻底爆发且将持续存在 .....	18
(二) 新能源结构性亮点显著，经济复苏将提振铜消费需求.....	24
(三) 看好铜板块的长期配置价值.....	27
四、玉龙铜矿利润丰厚，三期扩产打开成长空间 .....	29
(一) 资源禀赋优，增储潜力大 .....	29
(二) 经营效益行业领先，三期扩产盈利增长可期.....	31
五、盈利预测与估值.....	33
(一) 盈利预测.....	33
(二) 估值与投资建议.....	34
六、风险提示.....	36

# 一、西部地区老牌矿业龙头，业务持续稳健增长

## (一) 整合西部地区优质资源，积极延伸产业布局

公司始于锡铁山，持续整合铜、铅锌、锂、铁矿等优质资源，发展成为西部地区矿企领军者。西部矿业成立于2000年，由锡铁山矿务局改制而来，后于2007年在上交所上市。公司立足有色金属资源开发，在锡铁山开发新矿藏的同时，收购内蒙古双利铁矿、内蒙古获各琦铜矿、西藏玉龙铜矿、四川会东大梁铅锌矿等多个优质矿山资产，并不断改革并延伸产业，2021-2023年收购集团持有的西部镁业、东台锂资源部分股权，布局盐湖资源开发。经过二十余年发展，公司由单一的铅锌资源开发企业拓展成为集矿山冶炼、盐湖化工、金融贸易等多项产业为一体的大型企业集团，彰显出公司在西部地区矿业整合中的重要作用。

图1：西部矿业发展历程

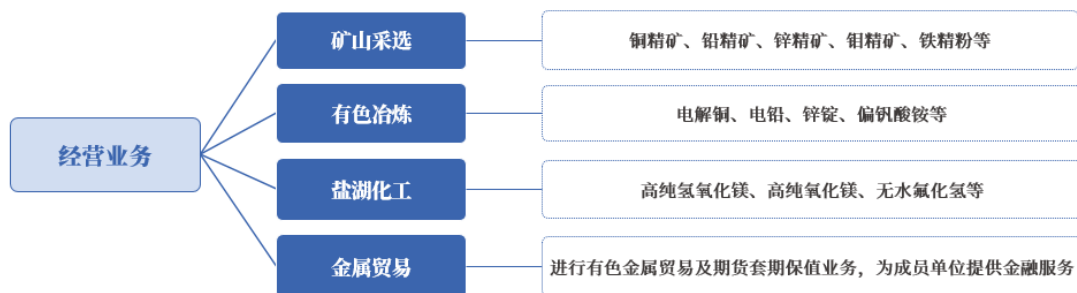


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司以生产经营铜矿、铅锌矿、铁矿为主，矿产资源分布在国内，矿山运营体系稳定。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（镁、锂），产能分布在青海、西藏、四川、内蒙古等国内西部地区，不受地缘政治风险的直接影响，矿山运营体系更加稳定。矿产品方面，公司2023年生产铜精矿13.1万吨、锌精矿12万吨、铅精矿6万吨、铁精粉119.4万吨、钼精矿0.34万吨；冶炼产品方面，公司2023年生产电解铜18.3万吨、锌锭11.9万吨、电铅9.1万吨。

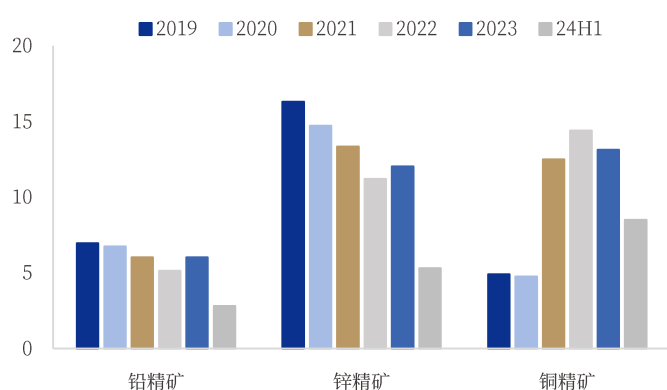


图2：公司主营业务结构包括金属采选冶、贸易及金融



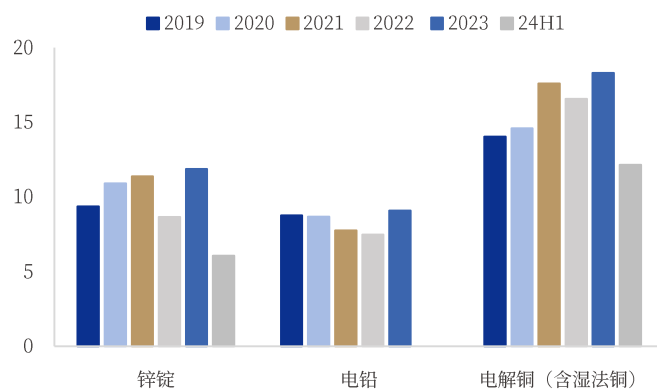
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司矿产品产量情况（万吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：公司冶炼产品产量情况（万吨）



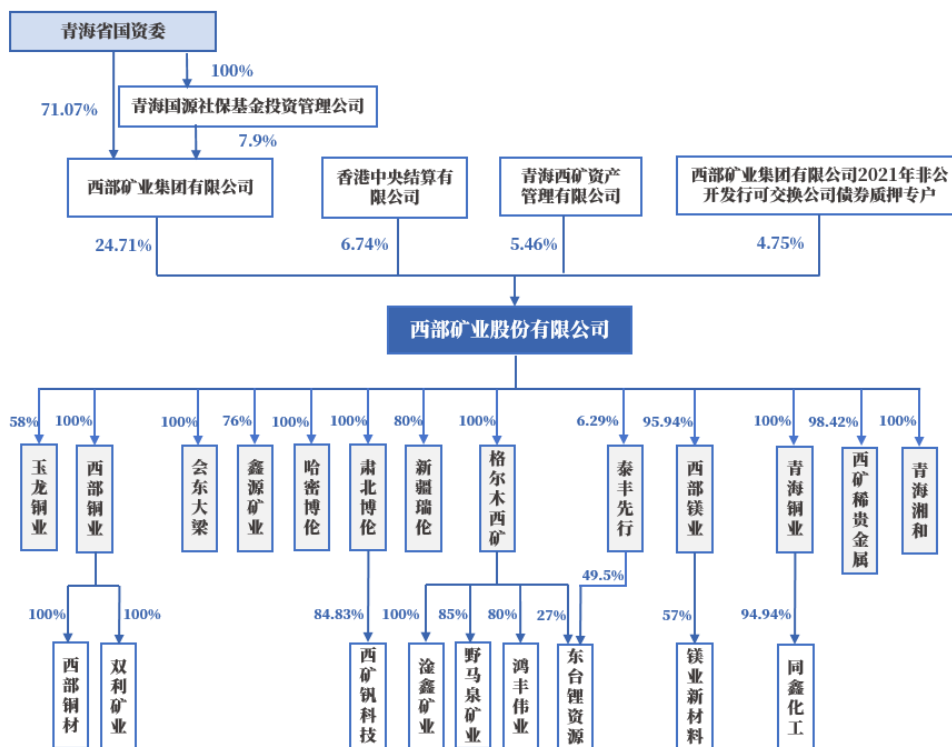
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司在西部地区的矿产资源开发中占据着举足轻重的地位，是国家西部大开发战略的核心受益者，以及新时代顶层设计要求下国家资源安全的主要保供者。公司拥有国内西部地区优质的矿产资源，在我国西部各主要区域均有主力矿山，可以说是我国西部地区矿产资源的主要整合者与开发者。而西部地区在全国改革发展稳定大局中举足轻重，西部大开发是党中央作出的重大战略决策，提出要加强矿产资源规划管控和规模化集约化开发利用，为公司发展提供了政策支持和市场机遇。百年未有之大变局，关键矿产资源的博弈日益激烈，各类关于国家安全的政策相继出台，二十届三中全会强调要统筹发展与安全，关键战略性矿产资源安全与矿产资源对我国生产制造供应链保障也已成为健全国家安全体系中的重要一环，是推进中国式现代化建设行稳致远的重要基础。我国西部地区矿产资源丰富集中，在国家资源保障与供应链安全保障的要求下，公司将担当起维护国家资源与供应安全的重任。

## （二）背靠西矿集团，国资背景深厚

公司控股股东为西矿集团，实控人为青海国资委。公司股权结构稳定，截至 2024 年 11 月 11 日，公司的控股股东为西部矿业集团有限公司，直接持股比例 24.71%；青海省国资委持有西矿集团 78.97% 的股权，为公司实际控制人。公司背靠青海国资委旗下西矿集团，在优先发现和获得西部优质矿产资源方面有显著优势，未来有望继续整合西矿集团资源，实现资源及产业链扩张。

图5：公司实际控制人为青海国资委（2024.11.11）



资料来源：爱企查，Wind，中国银河证券研究院

### （三）铜板块贡献利润增量，持续分红回馈股东

随着玉龙铜矿扩产，2021年起公司盈利能力显著提升。2020年底玉龙铜矿二期项目投产，铜类产品量价齐升，带动公司2021年营收同比+34%至384亿元，归母净利润同比+223%至29.3亿元。2022年公司收购东台锂资源27%股份，进一步增厚公司投资净收益，2022年公司归母净利润同比+18%至34.5亿元。2024年前三季度公司实现营收367亿元，同比+13.9%，归母净利润27.3亿元，同比+24.3%，主要系玉龙铜矿一二选厂改扩建项目投产爬坡，铜精矿量价提升，但上半年投资收益减少、资产减值损失及营业外支出增加拖累公司盈利，Q3非经常性损益影响基本消除。

图6：公司营收及同比变化

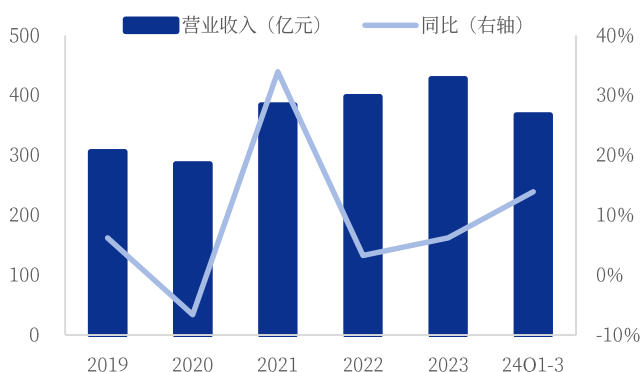
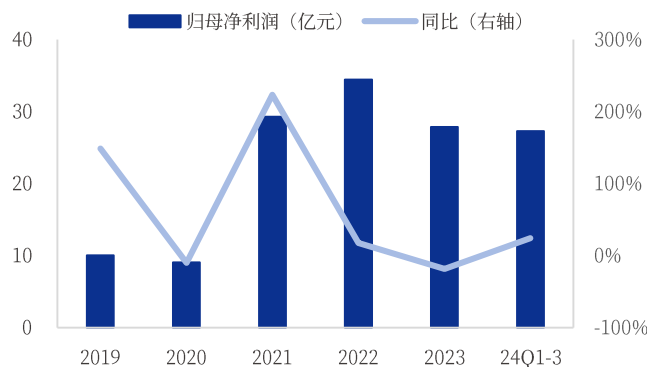


图7：公司归母净利润及同比变化

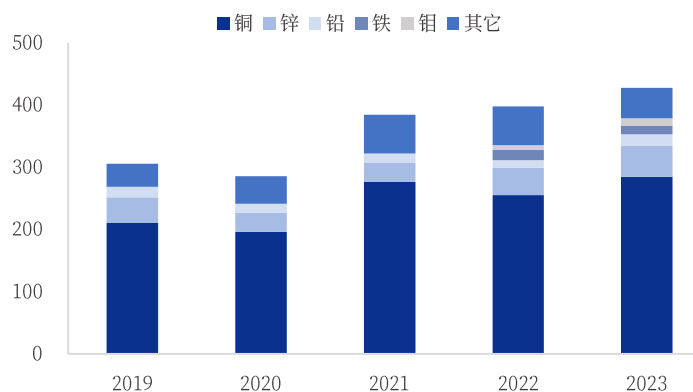


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

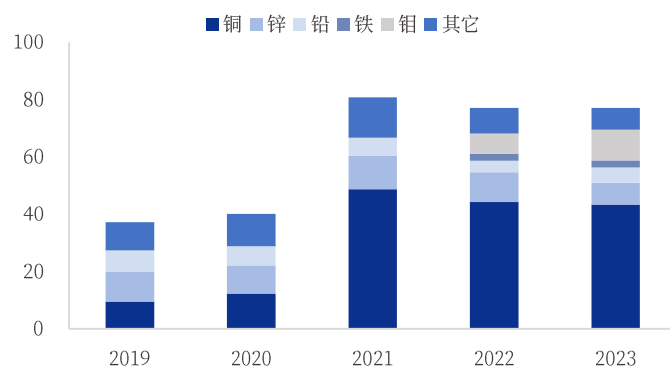
分产品来看，铜类产品利润贡献过半。铜类产品为公司第一大收入、利润来源，近五年营收贡献维持在 60%-70%，自玉龙铜矿二期项目投运后，铜类产品毛利贡献过半。铅、锌产品为公司利润垫，近三年铅锌合计毛利占比约为 20%。钼精矿作为玉龙铜矿的伴生金属，自 2022 年起贡献毛利持续提升，2023 年贡献毛利 10.7 亿元，成为公司第三大利润来源。2023 年公司铜、钼、铅锌、铁产品的毛利占比分别为 56%、14%、17%、3%，其中铜钼合计贡献毛利润 70%。

图8：公司分产品营收情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：公司分产品毛利情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

部分子（分）公司享受西部税收优惠，有效减轻公司税负。西部矿业在西部地区享有多项税收优惠政策，部分子（分）公司符合西部大开发企业所得税优惠政策规定，可以享受 15% 优惠税率，锡铁山分公司、子公司西部铜业、会东大梁、鑫源矿业等可以享受 15% 优惠税率，玉龙铜业满足吸纳特殊类别员工要求，在优惠税率 15% 的基础上减免 6% 的地方分享部分，按 9% 的税率征收企业所得税。

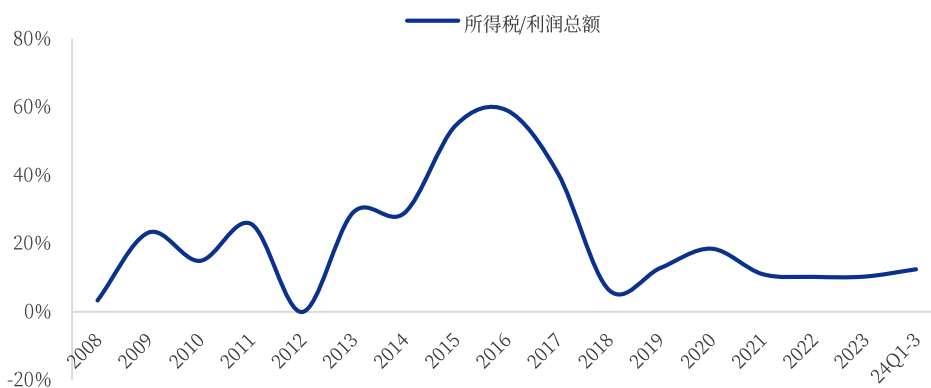
表1：2024 年主要分/子公司税收优惠

税率	公司	税收优惠政策
15%	锡铁山分公司、西部铜业、会东大梁、鑫源矿业、新疆瑞伦、哈密博伦、肃北博伦、鸿丰伟业、双利矿业	财政部、税务总局和国家发展改革委《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财政部公告 2020 年第 23 号），自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。
9%	西部铜业	财政部、税务总局和国家发展改革委《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》 据藏政发[2022]11 号文件中第五条第 1 款：“吸纳我区农牧民、残疾人员、享受城市最低生活保障人员、高校毕业生及退役士兵五类人员就业人数达到企业职工总数 30%（含本数）以上的企业，免征企业所得税地方分享部分”，在优惠税率 15% 的基础上减免 6% 的地方分享部分

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

总体来看，受益于西部地区税收优惠政策，公司 2021-2023 年有效税率仅为 11%、10.2%、10.3%，2024 年前三季度有效税率为 12.4%，远低于一般企业所得税率，有效降低了公司的税收负担，提高公司现金流水平。

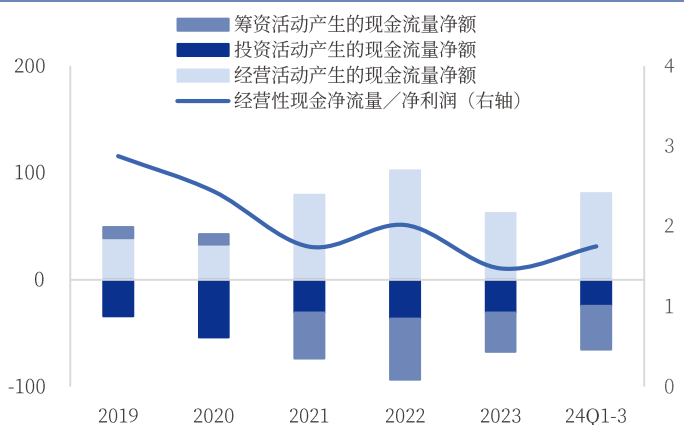
图10: 西部矿业历史有效税率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

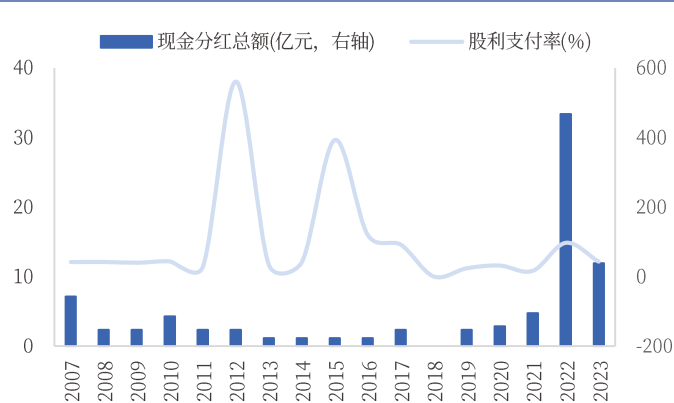
**公司现金流状况良好，持续高分红回馈股东，分红率及股息率行业领先。**公司经营活动净现金流持续保持在高位,2024年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为81.1亿元,同比+50.9%，主要系铜类产品量价齐升，净现比1.75，现金流状况良好。此外，基于公司稳定的业绩表现，公司分红意愿较强，持续进行现金分红回馈股东，上市以来公司共分红16次，仅2018年因利润亏损未分红，累计现金分红83.4亿元，平均分红率47.5%。2023年公司现金分红11.9亿元，现金分红率达42.7%，股息率3.5%，分红率与股息率均处行业领先水平。

图11: 公司现金流状况良好(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 公司持续现金分红回馈股东



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: A股铜板块公司股息率及分红情况

	现金分红比例 (%)			股息率 (%)		
	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
铜陵有色	33.94	19.28	37.54	2.87	1.60	2.42
北方铜业	0.00	0.00	28.64	0.00	0.00	1.72
云南铜业	52.37	44.31	38.07	1.50	3.40	2.75
楚江新材	58.38	145.25	36.69	1.89	2.04	2.01
海亮股份	13.32	13.17	30.38	0.60	0.71	1.52
江西铜业	30.72	28.89	31.84	2.24	2.87	3.36

西部矿业	16.25	96.81	42.72	1.47	13.73	3.50
白银有色	30.80	31.12	30.31	0.11	0.05	0.13
紫金矿业	33.60	26.27	31.15	2.06	2.00	2.01
金诚信	12.64	11.85	11.98	0.47	0.47	0.53
洛阳钼业	29.85	30.00	40.00	1.28	1.87	2.97

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、矿山板块为业绩核心驱动, 引领多业务协同增长

### (一) 矿山: 手握优质矿产资源, 主力铜矿增产可期

西部矿产资源丰富, 公司资源拥有量居国内金属矿业企业前列。公司产业主要分布于西藏、青海、内蒙古、四川、新疆及甘肃等西部地区, 西部蕴藏着我国 59% 的锌资源、55% 的铅资源和 65% 的铜资源, 矿产资源储量丰富, 具有良好的成矿地质条件, 探矿潜力巨大。同时, 区域内水、电成本优势显著, 产业协同效应强。

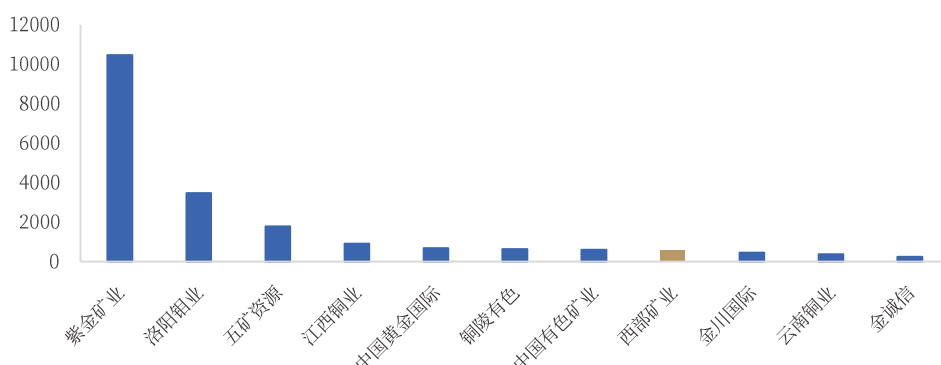
截至 2023 年, 公司全资持有或控股 15 座矿山, 其中有色金属矿山 6 座、铁及铁多金属矿山 8 座、盐湖矿山 1 座; 共有探矿权 8 个, 采矿权 13 个。截至 2024H1, 公司总计拥有保有资源储量为铜金属量 593 万吨、铅金属量 154 万吨、锌金属量 266 万吨、钼金属量 37 万吨、五氧化二钒 64 万吨、镍金属量 27 万吨、金金属量 13 吨、银金属量 2,052 吨, 铁(矿石量) 29,649 万吨, 氯化镁 3,046 万吨, 资源拥有量居国内金属矿业企业前列。作为西部最大的有色金属矿业公司之一, 公司已树立了在业内的领先地位和良好的市场声誉, 有利于公司优先获得西部优质矿产资源。

表3: 公司总计拥有的矿产资源保有资源储量(万吨)(截至 2024H1)

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
593	154	266	37	64	29,649	27	13	2,052	3,046

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图13: 国内上市公司铜资源量情况(万吨)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**主要矿山情况：**截至 24H1，公司各矿山证载规模：**1) 铜：**玉龙铜矿 1989 万吨/年、内蒙古获各琦铜矿 450 万吨/年；**2) 铅锌：**锡铁山铅锌矿 150 万吨/年、中间沟-断层沟铅锌矿 20 万吨/年、四川呷村银多金属矿 80 万吨/年、会东大梁铅锌矿 66 万吨/年；**3) 铁：**肃北七角井钒及铁矿 380 万吨/年、双利铁矿 340 万吨/年、新疆哈密白山泉铁矿 140 万吨/年、格尔木拉陵高里河铁多金属矿 75 万吨/年；**4) 镍：**黄山南铜镍矿 111 万吨/年；**5) 镁：**青海团结湖镁盐矿 50 万吨/年。

表4：公司自有矿山基本情况（截至 2024H1）

矿山名称	主要品种	开采方式	开拓、运输系统	选矿方法	权益 (%)	证载规模 (万吨/年)
西藏玉龙铜矿	铜钼	露天开采	公路开拓	浮选	58	1989
内蒙古获各琦铜矿	铜	地下开采	竖井开拓	浮选	100	450
青海锡铁山铅锌矿	铅锌	地下开采	平硐+斜坡道+竖井开拓	浮选	100	150
青海锡铁山中间沟-断层沟铅锌矿	铅锌	地下开采	平硐+盲斜井联合开拓	浮选	100	20
四川呷村银多金属矿	铜铅锌金银	地下开采	平硐+溜井联合开拓	浮选	76	80
四川会东大梁铅锌矿	铅锌	地下开采	平硐+溜井联合开拓	浮选	100	66
甘肃肃北七角井钒及铁矿	钒铁	地下开采	斜坡道+副井开拓	磁选	100	380
内蒙古双利铁矿	铁	露天/地下开采	公路+竖井开拓	磁选	100	340
新疆哈密白山泉铁矿	铁	地下开采	竖井开拓	磁选	100	140
青海拉陵高里河下游铁多金属矿	铁铜锌	地下开采	竖井开拓	磁选+浮选	80	75
新疆瑞伦铜镍矿	镍铜	地下开采	竖井开拓	浮选	80	111
青海团结湖镁盐矿	氯化镁	露天开采	-		95.94	50

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**技术指标居行业领先水平，选矿回收率进一步提升。**公司所属地下有色矿山全部实现充填式采矿工艺，有效减少工业废料排放，稳定矿山生产能力，提高资源利用率，改善矿山贫损指标，开采回采率居行业领先水平。24H1 大部分单位的选矿回收率较上年同期有所提升，四川鑫源呷村银多金属矿一选厂铜铅锌综合回收率提升 2.44pct；玉龙铜矿一车间钼回收率提升 0.98pct，二车间投产后各项指标达到设计标准；新疆瑞伦铜镍矿镍、铜回收率分别提升 2.61、2.69pct。各项技术指标的有效提升为推动公司产业升级、技术进步奠定了坚实基础。

**生产计划完成情况稳健，24H1 铜精矿实现超产。**公司矿产资源集中在我国西部地区，不受地缘政治风险的直接影响，形成了稳定的矿山运营体系，生产计划完成情况整体较为稳健，部分产品受矿山原矿品位及处理量影响，计划完成率略有波动，但主力产品铜精矿产量完成率均在 96% 以上。2023 年公司矿山单位全年采矿量、出矿量、选矿处理量分别完成年预算的 98.9%、100.3%、97.4%。2024 年公司矿产品产量进一步提升，伴随技术指标的有效提升，24H1 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，其余矿产品均实现超产，其中铜精矿计划完成率达 112%。

表5: 公司矿山产品生产计划完成情况

产品名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024 计划生产	
铅精矿	105%	106%	101%	116%	107%	121%	51,777	金属吨
锌精矿	103%	90%	92%	97%	103%	105%	109,407	金属吨
铜精矿	101%	96%	107%	97%	99%	112%	158,715	金属吨
钼精矿					96%	101%	3,995	金属吨
铁精粉	101%	100%	103%	95%	77%	96%	1,426,882	吨
精矿含金	156%	114%	122%	109%	80%	86%	242	千克
精矿含银	97%	86%	94%	113%	100%	118%	128.1	千克

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 1. 铜: 玉龙铜矿改扩建+获各琦铜矿稳产, 共铸矿山板块核心竞争力

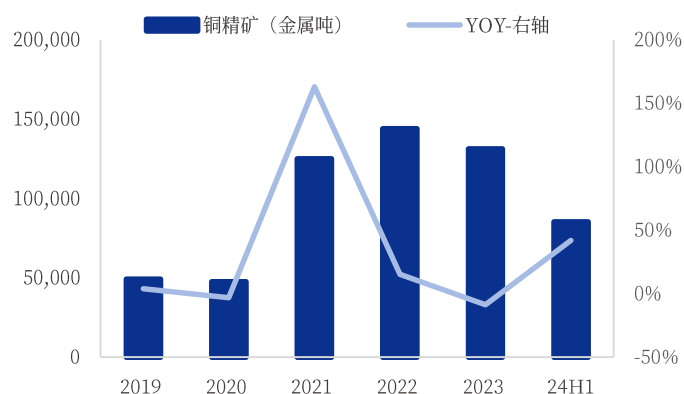
**手握玉龙铜矿、获各琦铜矿等国内优质铜矿资源。**截至 2024H1, 公司总计拥有保有资源储量为铜金属量 593 万吨, 主力铜矿山为西藏玉龙铜矿和内蒙古获各琦铜矿。2023 年, 玉龙铜矿铜精矿产量为 12 万吨, 占公司铜精矿总产量的 90% 以上。24H1 玉龙二期改扩建项目投产释放产量, 公司铜精矿实现产量 8.5 万吨, 同比+42%。

表6: 公司主要铜矿山基本情况

铜矿山	公司名称	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位	铜精矿产能 (万吨)	资源剩余可开采年限	股权比例	产能扩张
西藏玉龙铜矿	玉龙铜业	铜	85458	84514	0.65%	15	40	58%	三期建成后预计矿石处理能力将增至 3000 万吨/年
内蒙古获各琦铜矿	西部铜业	铜	2995	2573	0.85%	1.5	16	100%	2024 年 10 月多金属选矿 (二选厂) 技改项目成功投料试生产, 达产后预计铅锌金属量增加至约 4 万吨/年
		铅、锌	4310	3582	2.76%	-	23		
新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿	新疆瑞伦	镍、铜	7817	6801	铜: 0.06%	-	136	80%	-

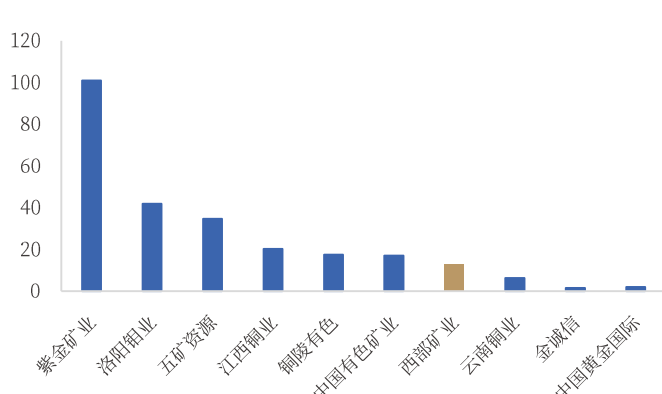
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图14: 公司铜精矿产量变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图15: 2023 年上市公司铜精矿产量 (万吨)



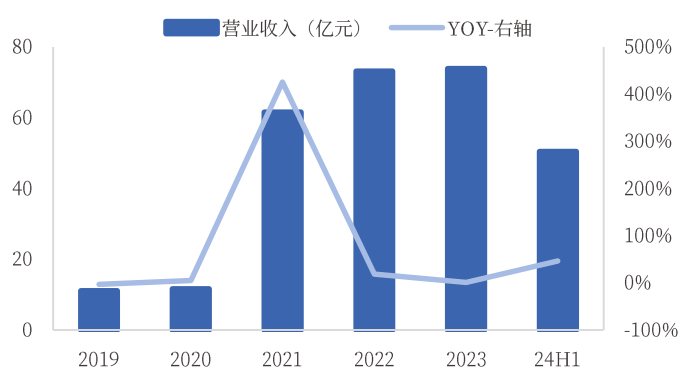
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(1) 玉龙铜矿: 国内第二大单体铜矿, 伴生钼, 为公司核心利润来源。玉龙铜矿是一座超大



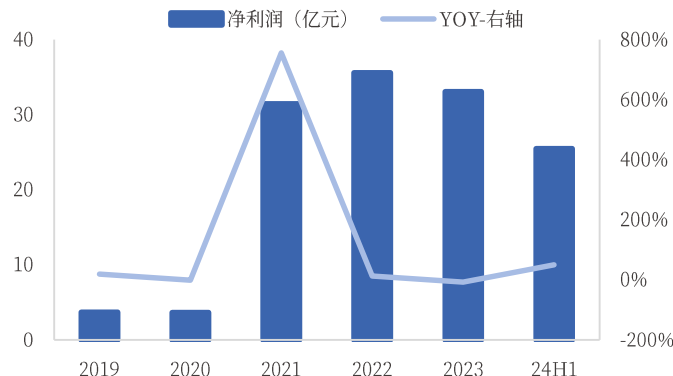
型斑岩型矿床，具有铜品位高、装备先进等优势，由控股子公司玉龙铜业负责经营。截至 2023 年底，玉龙铜矿拥有铜矿石资源量 8.55 亿吨，铜金属保有储量 558.28 万吨，铜平均品位为 0.66%，并伴生钼、金、银等，公司钼精矿均为玉龙铜矿生产。24H1 玉龙铜业实现营业收入 50.4 亿元，同比+46%，净利润 25.5 亿元，同比+51%，主要系玉龙一二选厂技改项目投产铜、钼产量爬坡，量价齐升下盈利大幅提升。按权益比例计算，24H1 玉龙铜业对公司的业绩贡献率高达 91%，为公司盈利的核心来源。

图16: 近年来玉龙铜业营业收入变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

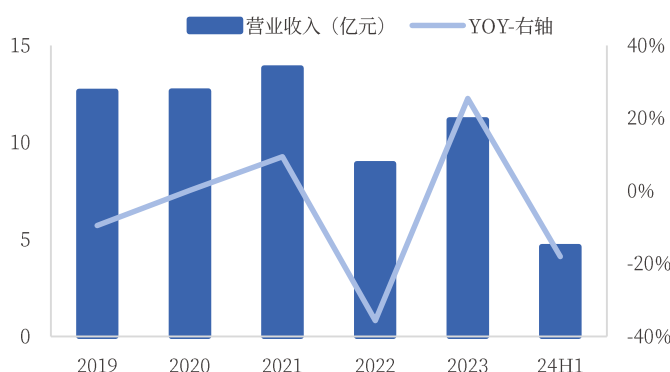
图17: 近年来玉龙铜业净利润变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

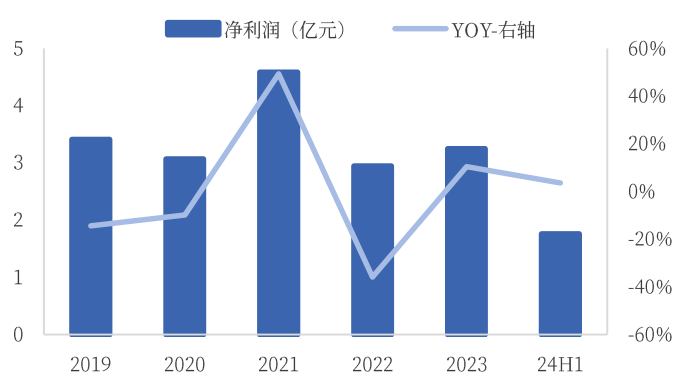
**(2) 获各琦铜矿：以产铜为主、共生铅锌等，生产运营稳健。**内蒙古获各琦铜矿位于华北克拉通北缘西段狼山成矿带内，为狼山—渣尔泰山成矿带的典型的铜、铅锌、铁矿床。由全资子公司西部铜业运营开发，采取地下开采方式。截至 2023 年底，获各琦铜矿拥有铜矿石资源量 2995 万吨、保有储量 2573 万吨，品位 0.85%，折合金属量分别为 25 万吨、22 万吨；铅锌资源量 4310 万吨、保有储量 3582 万吨，品位 2.76%，折合金属量分别为 119 万吨、99 万吨。获各琦铜矿产量相对稳定，铜精矿年产能 1.5 万吨。24H1 西部铜业实现营业收入 4.6 亿元，同比-18%，实现净利润 1.76 亿元，同比+4%，主要系多金属选矿（二选）技改工程影响上半年产销量。

图18: 近年来西部铜业营业收入变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图19: 近年来西部铜业净利润变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 2. 铅锌：立足锡铁山，铅锌资源储量丰富

**国内重要铅锌精矿生产商，铅锌资源储量丰富。**截至 2024H1，公司拥有铅金属保有资源储量 154 万吨、锌金属量 266 万吨，主要矿山包括锡铁山铅锌矿、会东大梁铅锌矿、呷村银多金属矿、青海锡铁山中间沟—断层沟铅锌矿，此外内蒙古获各琦铜矿、青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿

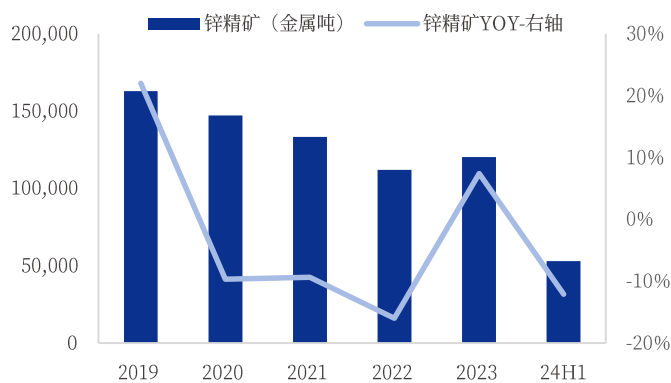
亦有铅锌产出。其中，锡铁山铅锌矿为公司主力铅锌矿，贡献公司铅锌精矿产量超 50%。24H1 公司铅精矿产量 2.8 万吨，同比-9%，锌精矿产量 5.3 万吨，同比-12%，铅锌矿产量减少主要受西部铜业多金属选矿（二选）技改工程影响。

表7：公司主要铅锌矿山基本情况

铅锌矿山	公司名称	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位	证载规模 (万吨/年)	剩余可开采年限	股权比例	产能扩张
青海锡铁山铅锌矿	锡铁山分公司	铅、锌	1839	1628	7.96%	150	13	100%	-
四川会东大梁铅锌矿	四川会东大梁矿业	铅、锌	281	273	5.25%	66	5	100%	-
四川呷村银多金属矿	鑫源矿业	铜、铅、锌、金、银	647	577	铅锌：7.78%	80	10	76%	2023年10月呷村银多金属矿采矿权证载规模由30万吨/年扩至80万吨/年
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%	-

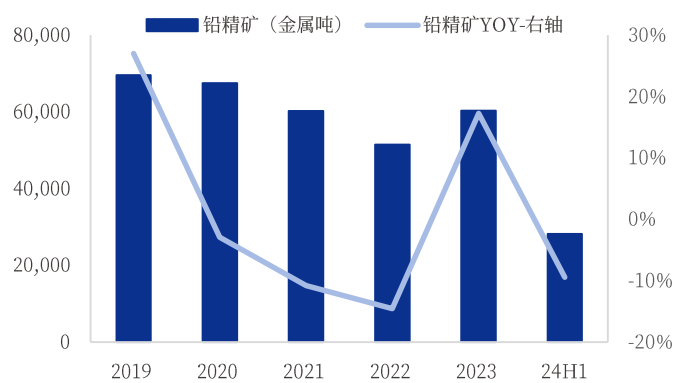
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：公司锌精矿产量及增速变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

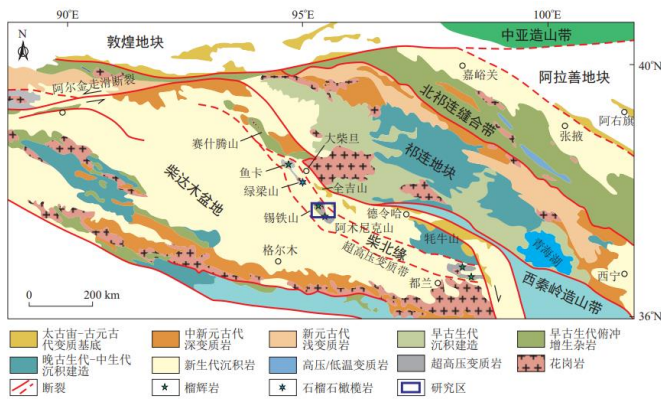
图21：公司铅精矿产量及增速变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

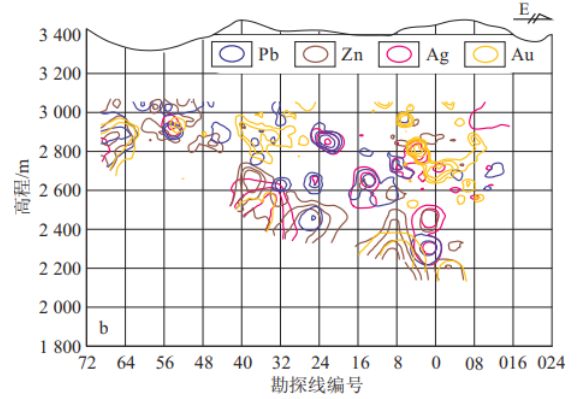
**(1) 锡铁山铅锌矿：公司主力铅锌矿，生产指标处于行业先进水平。**锡铁山铅锌矿位于青藏高原柴达木盆地北缘构造带的西段，主产品为铅、锌精矿，副产品为金、银、硫。公司前身锡铁山矿务局，成立于1986年，为青藏高原首个百万吨大型铅锌矿采选企业，后伴随业务版图扩张，由锡铁山分公司运营。公司持续推进工艺创新及技术升级等项目，锡铁山铅锌矿生产指标处于行业先进水平。2017年年产132万吨选矿升级改造项目建设投产，2021年智慧矿山项目成功落地应用，实现自动装矿、自动计量、机车自主巡航等功能，提高了全员劳动生产率。截至2023年底，锡铁山铅锌矿拥有矿石资源量1839万吨，铅锌金属保有储量146万吨，铅锌平均品位7.96%。

图22: 锡铁山铅锌矿区位于柴达木盆地北缘



资料来源:《青海省锡铁山铅锌矿成矿元素物质场结构及深部找矿潜力》魏俊浩等,中国银河证券研究院

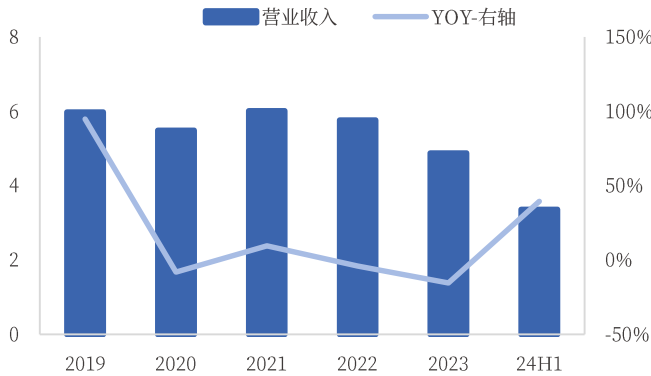
图23: 锡铁山铅锌矿区元素深部富集趋势



资料来源:《青海省锡铁山铅锌矿成矿元素物质场结构及深部找矿潜力》魏俊浩等,中国银河证券研究院

**(2) 呷村银多金属矿: 完成采矿证扩能, 量价齐升带动鑫源矿业盈利增长。**四川呷村银多金属矿位于四川省甘孜藏族自治州境内,属于铜铅锌银共生矿床,主要以银为主,同时伴生有铅、锌、铜等多种金属,由鑫源矿业经营,公司持股76%。截至2023年底,四川呷村银多金属矿拥有矿石资源量647万吨、保有储量577万吨,铅锌矿石平均品位7.78%,约合金属量45万吨。2023年10月呷村银多金属矿采矿权办理了扩能并取得新采矿权证,证载规模由30万吨/年扩至80万吨/年。量价齐升带动下,24H1鑫源矿业营业收入和净利润分别升至3.4亿元、1.3亿元,同比+40%、+66%。

图24: 近年来鑫源矿业营业收入变化 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图25: 近年来鑫源矿业净利润变化 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**(3) 会东大梁铅锌矿: 矿山老化使得矿石品位持续下行, 23年公司对会东大梁减资4亿元。**四川会东大梁铅锌矿位于四川省会东县境内,是我国著名的川滇黔低温热液成矿域内大型铅锌矿床之一,由全资子公司会东大梁运营。截至2023年底,会东大梁铅锌矿拥有矿石资源量281万吨、保有储量273万吨,铅锌矿石年处理量66万吨,约合金属量14万吨。近年来因矿山老化,矿石品位由2018年的10.65%降至2023年的5.25%,导致会东大梁利润承压,23H1会东大梁实现营收1.73亿元,同比-29%,实现净利润0.21亿元,同比-78.1%。2023年12月,公司完成对会东大梁4亿元的减资。

**(4) 获各琦铜矿: 西部铜业技改工程24年内完工, 铅锌产量有望进一步释放。**2024年2月西部铜业多金属选矿(二选厂)技改工程正式开工,10月15日项目成功投料试生产,投产后西部铜业铅锌矿石处理量将从90万吨/年提升至150万吨/年,达产后预计铅锌金属量增加至约4万吨/年,贡献营收约6亿元。

### 3.铁：储备矿山资源丰富，打造千万吨级铁资源基地

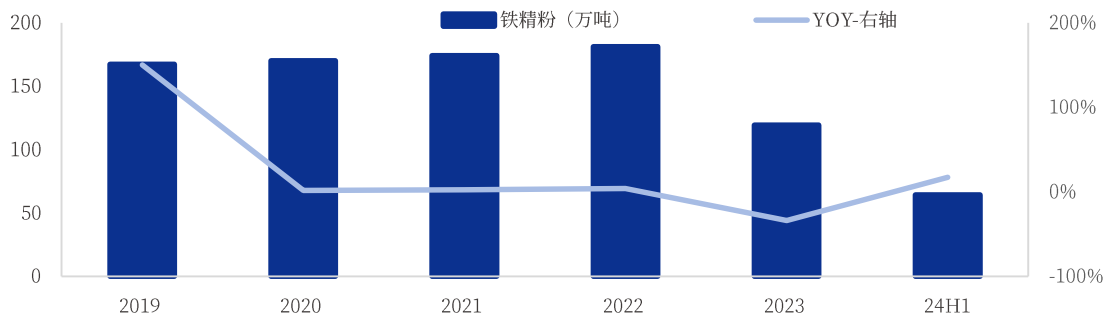
**铁精粉产量增长稳健，储备矿山资源丰富。**截至 2024H1，公司拥有铁（矿石量）保有资源储量 29,649 万吨，主要运营矿山包括内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、肃北七角井钒及铁矿、青海格尔木拉陵高里河铁多金属矿。除上述矿山外，公司还拥有青海格尔木它温查汉西、它温查汉铁多金属矿等储备矿山。2019-2022 年公司铁精粉产量均维持正增长，2023 年因计划性停产导致产量同比-34%。24H1 公司铁精粉产量 64.2 万吨，同比+17%，但由于双利铁矿计划性停产，铁精粉产量计划完成率为 96%。

表8：公司主要铁矿山基本情况

铅锌矿山	公司名称	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位	证载规模 (万吨/年)	剩余可开采年限	股权比例	产能扩张
内蒙古双利铁矿	内蒙古双利矿业	铁	7297	6885	24.10%	340	20	100%	双利铁矿启动露转地项目，设计矿石采选能力 340 万吨/年
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	铁	11056	9526	31.42%	380	33	100%	肃北七角井钒及铁矿 2023 年采矿证证载规模由 250 万吨/年扩至 380 万吨/年
		钒	7073	6473	0.91%		202		
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，中国银河证券研究院

图26：公司铁精矿产量及增速变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**公司计划打造千万吨级铁资源基地，远期产量可期。**公司计划在“十四五”末打造千万吨级铁资源基地，目前在稳步推进：（1）肃北七角井钒及铁矿：2023 年办理采矿证扩能手续，证载规模由 250 万吨/年扩至 380 万吨/年；（2）双利铁矿：2023 年启动露转地项目，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、铅锌矿石各 20 万吨/年，预计 2025 年末投料试车；（3）全资子公司格尔木西矿资源：作为省内铁资源整合平台，主要承担铁资源拓展及开发工作，2023 年为进一步优化组织管理架构，改善格尔木西矿资源资本结构，整合海西州地区铁板块矿产资源，公司将持有的东台锂资源 27%的股权对格尔木西矿进行增资。此外，格尔木西矿资源收购淦鑫矿业 100%的股权，它温查汉矿区拥有铁矿石储量 4561 万吨。目前格尔木西矿旗下拥有的它温查汉及它温查汉西两矿区正在办理探转采手续，预计未来几年铁矿石处理能力有望显著提升。

表9: 它温查汉矿区通过评审备案的资源量

铁矿石量 (万吨)	铜金属量 (吨)	钼金属量 (吨)	铅金属量 (吨)	锌金属量 (吨)	金金属量 (kg)
4560.92	19479.37	1274.58	1373.28	8541.37	298.14

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## (二) 冶炼: 产业持续升级, 原料高度自给

公司冶炼板块工艺技术不断完善, 带动规模效益同步提升。经过多年创新发展, 公司工艺技术水平逐步完善, 使有色金属冶炼规模和效益同步提升。2023年冶炼单位全年生产电解铜(含玉龙湿法铜) 18.3万吨, 增幅10.53%; 电铅9万吨, 增幅21.78%; 锌锭11.9万吨, 增幅37.14%; 金锭1.8吨, 增幅9.6%; 银锭131.7吨。伴随公司新一批产业升级改造重大项目陆续投产, 2024年末将形成电解铜30万吨/年、电解铅20万吨/年、金锭6吨/年、银锭430吨/年、锌锭10万吨/年、锌粉1万吨/年、偏钒酸铵2,000吨/年的产能规模, 行业发展比较优势明显。

表10: 冶炼板块主要子公司业务情况

品种	公司名称	股权比例	主要产品	产能	产能扩张
铜	青海铜业	100%	电解铜	15万吨/年	-
	西部铜材	100%		15万吨/年	2024年10月, 节能环保升级改造项目竣工试生产, 阴极铜产量将提升至15万吨/年
	玉龙铜业	58%		1万吨/年	-
铅	西矿稀贵金属	98.42%	电铅, 金锭、银锭等贵金属	电铅20万吨/年	2024年10月, 多金属资源综合循环利用及环保升级改造项目成功投料试生产, 项目拥有年产电铅20万吨、金锭6吨、银锭430吨的生产能力
锌	青海湘和	100%	锌锭、锌粉、综合处理尾矿渣和硫渣	锌锭11.5万吨/年, 锌粉9500吨/年	2024年开展绿色提质增效及资源综合利用项目, 持续提高锌锭产量
钒	西矿钒科技	84.83%	偏钒酸铵	偏钒酸铵2000吨/年	-

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表11: 近年来公司冶炼产量变化

产品名称	单位	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024计划
电解铜(含湿法铜)	万吨	14.6	17.6	16.6	18.3	12.2	21.8
电铅	万吨	8.7	7.8	7.5	9.1		3.6
锌锭	万吨	10.9	11.4	8.7	11.9	6.1	12.5
金锭	吨		1.6		1.8		
银锭	吨		129		131.7		
偏钒酸氨	吨		591	1202	1425		

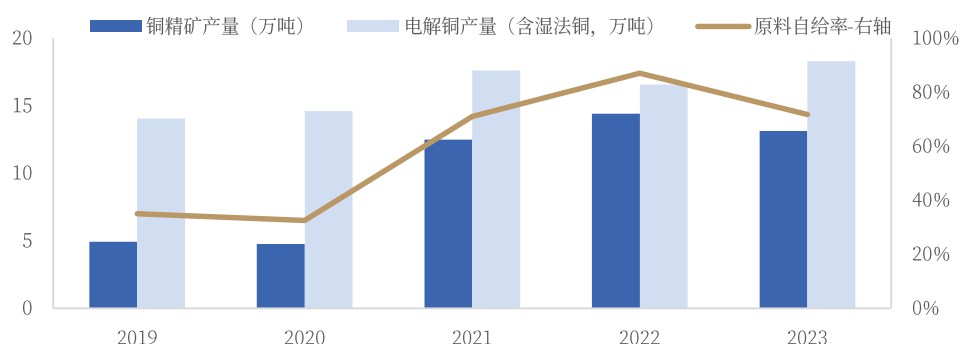
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**铜冶炼:** 公司铜冶炼由青海铜业(火法)、西部铜材(湿法)、玉龙铜业(湿法)负责运营。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。青海铜业积极推动白烟尘、尾矿渣、阳极泥等副产品回收利用，发挥最大经济效益。西部铜材持续增强绿色发展水平，提高共生资源综合利用效率，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，实现铜电解提质降耗及环保节能升级，目前已投产，电解铜产量将提升至 15 万吨/年。2023 年公司电解铜产量 18.3 万吨，2024 年规划产量 21.8 万吨，24H1 产量 12.2 万吨，计划完成率达 126%。

**铜冶炼原料自给率高，进口铜精矿 TC 下行对公司利润影响有限。**伴随 2020 年底玉龙铜矿二期项目投产，公司铜冶炼原料自给率大幅提升，2021-2023 年公司铜冶炼原料自给率均保持在 70% 以上，显著降低对外部市场采购的依赖。伴随玉龙铜矿一二选厂技术改造提升项目完成后不断爬产，铜精矿 TC/RC 下行对公司利润影响将进一步缩减。

图27：近三年公司铜冶炼原料自给率维持在 70% 以上



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**铅锌冶炼：**公司铅锌冶炼由西矿稀贵金属、青海湘和负责运营。**1) 铅板块，**西矿稀贵金属 2023 年 4 月启动环保升级及多金属综合循环利用改造项目，10 月 10 日项目全面进入投试生产阶段，建成后将拥有年产电铅 20 万吨、金锭 6 吨、银锭 430 吨的生产能力，同时高效回收铜、锌、铋、铊、锡等有色金属，实现资源“吃干榨净”。**2) 锌板块，**2022 年锌业分公司并入青海湘和，2024 年青海湘和开展锌湿法冶金多金属回收及资源综合化利用绿色提质节能升级改造项目，持续开展系统挖潜工作，提高锌锭产量。2023 年公司电铅、锌锭产量 9.1、11.9 万吨，2024 年规划产量 3.6、12.5 万吨，其中电铅规划产量下滑主要受技改影响，24H1 锌锭产量 6.1 万吨，计划完成率 103%。

### （三）盐湖：股权收购布局盐湖资源，镁锂产业协同发展

**积极融入世界级盐湖产业基地建设，通过股权投资等方式进入盐湖提镁、盐湖提锂等相关领域。**2021 年青海省人民政府、工业和信息化部联合印发《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案(2021—2035 年)》，旨在推动青海省盐湖产业转型升级，以形成具有国际影响力的盐湖产业集群，目标到 2025、2030、2035 年盐湖产业产值分别达 340、700、1200 亿元。公司积极相应号召，2021 年收购西部镁业 91.4% 的股权，由金属矿产向盐湖资源开发领域拓展，此后又相继收购东台锂资源、泰丰先行，布局新能源行业，积极参与世界盐湖产业基地建设。公司已截至 2024H1，公司拥有氯化镁保有资源储量 3,046 万吨。2023 年盐湖化工单位全年生产高纯氢氧化镁 12.8 万吨，同比+33%；高纯氧化镁 55,438 吨，同比+74%。



表12: 公司主要盐湖提镁、提锂产业情况

公司	盐湖资源	股权比例	年产能	收购信息
西部镁业	青海团结湖镁盐矿	95.94%	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, 5万吨/年高纯烧结镁砂	2021年3月, 公司收购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	格尔木市东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿	27%	2万吨碳酸锂	2022年3月, 公司收购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、8000吨/年三元正极材料及4.2亿平方米/年隔膜	2023年7月, 公司收购西矿集团所持泰丰先行6.29%股权。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**公司收购西部镁业股权, 依托团结湖镁盐矿拓展镁相关业务。**公司2021年收购西部镁业91.4%股权, 2023年再以债转股形式对西部镁业增资, 持股比例增至95.94%。西部镁业依靠团结湖镁盐矿从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务, 截至2023年年末, 拥有镁盐资源量3046万吨, 氯化镁品位36%, 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。24H1公司生产高纯氢氧化镁58,919吨, 完成计划的58.92%。公司生产的高纯镁系产品, 以纯度高、品质好、成本低等优势迅速占领国内市场, 产品远销海外。2021-2023年, 西部镁业累计实现净利润7111万元, 完成股权转让合同中6000万元的业绩承诺。

**吸纳集团优质资产开发锂资源, 建成2万吨碳酸锂生产线。**2022年公司收购西矿集团持有的东台锂资源公司27%的股权, 依托青海省格尔木市东台吉乃尔盐湖参与锂资源开发。截至2023年6月, 东台吉乃尔盐湖已探明氯化锂储量284.78万吨、硼酸163.79万吨、氯化钾1,828.91万吨。截至目前, 锂资源公司证载规模3万吨/碳酸锂, 建成生产线2万吨/年, 目前可实现1.2-1.3万吨碳酸锂年产量。2023年, 东台锂资源实现归母净利润8.46亿元, 考虑为锂价下行压力下公司调整销售策略影响。此外, 公司2023年竞买东台锂资源的控股股东泰丰先行6.29%股权, 进一步布局碳酸锂的下游磷酸铁锂行业, 形成了从盐湖锂资源开发到电池正极材料生产的完整产业链。

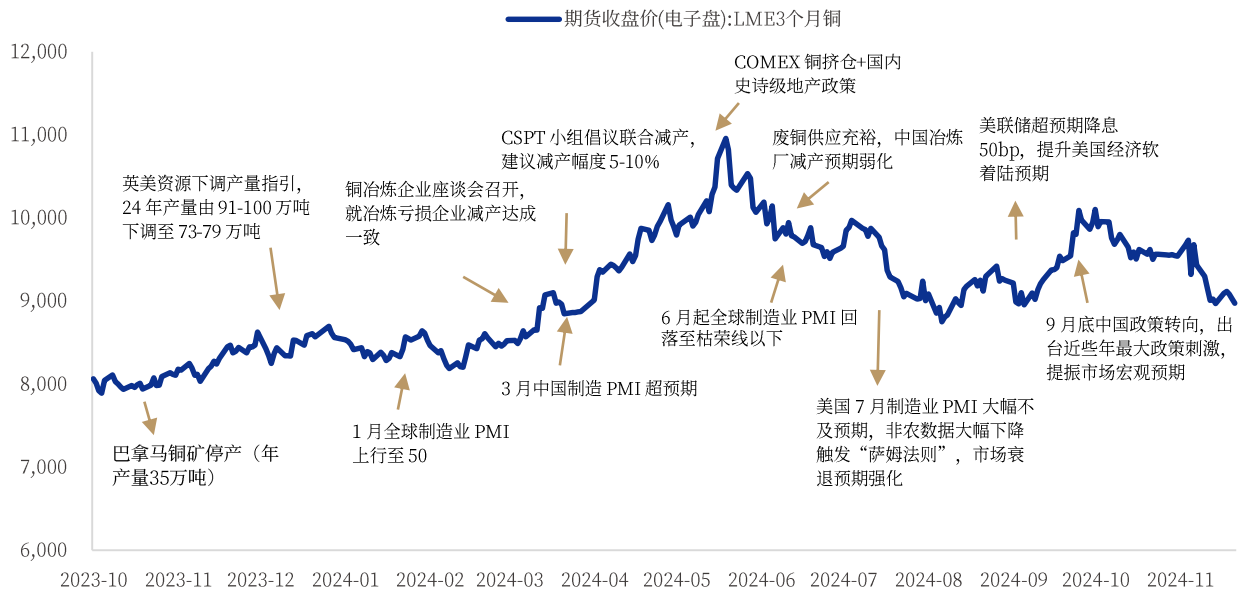
### 三、铜矿缺口扩大, 经济复苏利好铜价上涨

#### (一) 全球铜矿供应紧缺的矛盾彻底爆发且将持续存在

2024年上半年铜价被铜矿短缺问题引爆, 并在国内经济复苏加快与美联储降息预期加强的催化下一路强势上涨; 但下半年铜矿紧缺传导至精铜短缺的逻辑并未实现, 且国内经济复苏势头放缓, 导致铜价从高位回落。复盘铜价走势, 2023年底巴拿马铜矿关停、英美资源下调产量指引, 使得2024年铜矿的供应预期彻底扭转, 由过剩预期转变为短缺。24H1铜矿短缺问题不断发酵, 铜冶炼企业召开减产协商会, 3月中国经济复苏预期加快、美联储降息预期加强, 5月中旬COMEX铜逼仓进一步推升铜价, 铜价涨至高点11105美元/吨高点; 24H2宏观预期转向, 5月中国PMI回落至枯荣线以下, 7-8月美国就业数据超预期下滑加剧市场对美国经济衰退担忧, 国内冶炼厂减产预期未兑现, 铜价回落至8714美元/吨, 9月美联储超预期降息50bp、中国政策转向提振市场预期, 截至2024年12月底铜价为8937美元/吨。



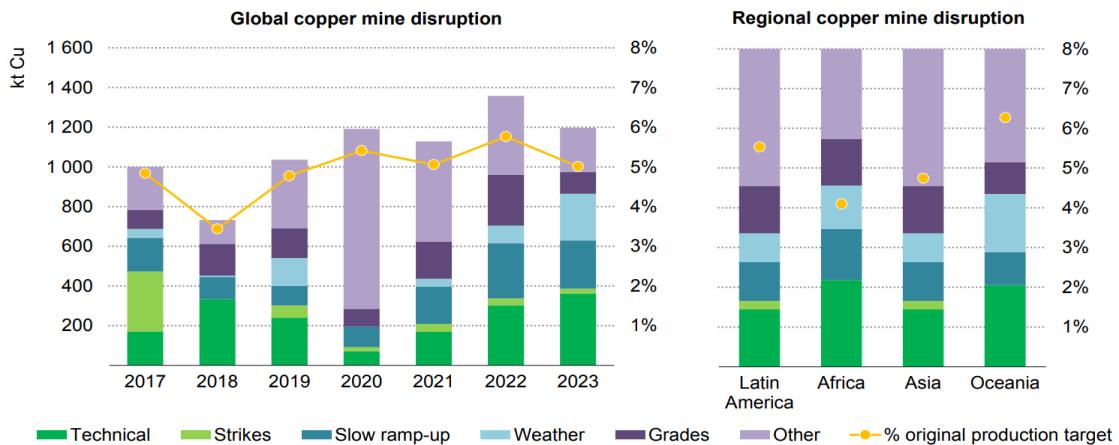
图28: 2024年铜价走势回顾 (美元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**近年来全球铜矿扰动频发, 对有效供给形成约束。**近年来, 全球铜矿供给扰动率约为原定产量目标的 5%, 背后反映出的是近年来前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓, 而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。一系列因素将在中长期内影响矿业开采, 对有效供给形成约束。2024 年以来智利、赞比亚等地区的干旱、电力紧缺、罢工等铜矿干扰事件频发, 铜矿短缺问题进一步发酵。

图29: 全球铜矿扰动频发



资料来源: IEA, Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

**2024 年前三季度全球重点矿企产出分化较大, 部分海外矿企下调全年产量指引。**从 2024 年前三季度全球重点铜企的生产来看, 24Q1-3 重点矿企铜矿产量同比增长 3%, 其中洛阳铝业 (TFM&KFM 达产)、泰克资源 (Quebrada Blanca 2 爬产) 同比增长显著, 第一量子 (Cobre Panama 铜矿停产) 下滑较大。此外, 自由港、泰克资源均下调全年产量指引, 按指引推算, 2024 年全球重点铜企产量增量仅 26 万吨, 同比增长 2.3%。

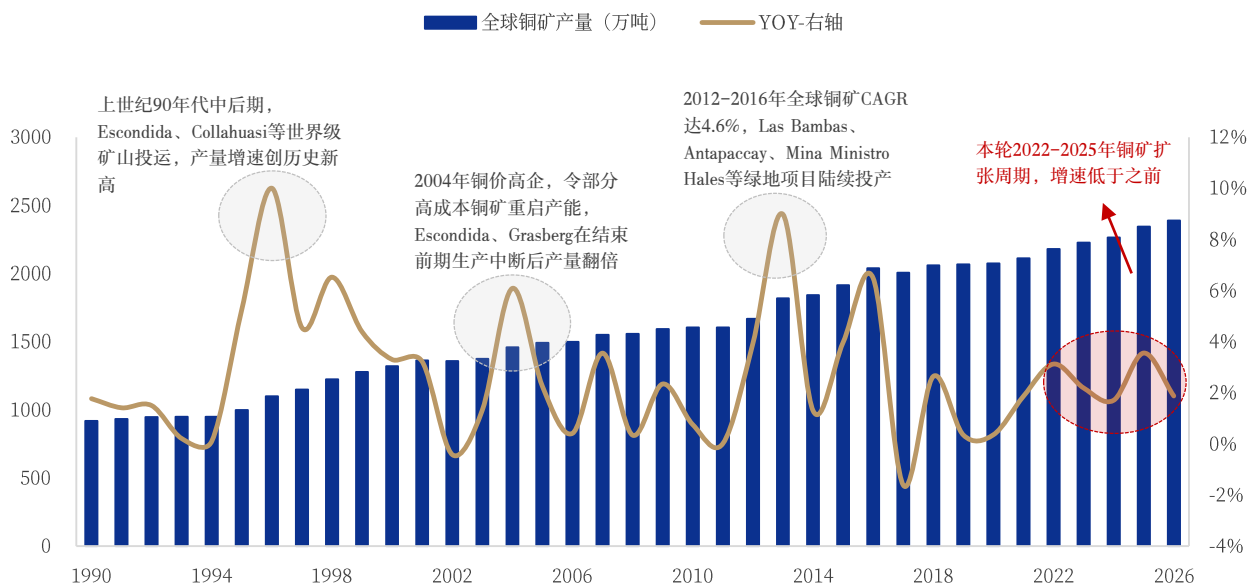
表13: 2024年 Q1-3 全球重点矿企产量情况 (万吨)

	2024Q2	2024Q3	24Q3 同比	24Q3 环比	2024Q1-3	24Q1-3 同比	24Q2 指引	24Q3 指引
必和必拓	50.5	47.6	4.2%	-5.7%	144.7	8.1%	184.5-204.5	-
自由港	47	47.7	-3.0%	1.5%	143.9	1.8%	185.5	183.9
智利国家铜业	28.5	33.8	1.5%	18.6%	91.8	-5.0%	132.5-135.2	-
嘉能可	22.3	24.3	-2.0%	9.0%	70.6	-4.1%	95-101	-
紫金矿业	25.5	27.1	3.4%	6.3%	78.9	4.5%	111	-
南方铜业	24.2	25.2	11.6%	4.0%	73.5	8.4%	96.32	97.5
英美资源	19.6	18.1	-13.4%	-7.7%	57.5	-3.5%	73-79	-
力拓	17.1	16.8	-0.6%	-1.8%	49.5	7.8%	66-72	-
洛阳钼业	16.6	16.2	10.2%	-2.4%	47.5	66.1%	52-57	-
安托法加斯塔	15.5	17.9	2.9%	15.5%	46.3	-1.5%	67-71	-
第一量子	10.3	11.6	-47.7%	12.6%	32	-41.6%	37-42	40-42
泰克资源	11	11.5	59.7%	4.5%	32.4	73.3%	43.5-50	42-45.5
合计	288.1	297.8	-1.1%	3.4%	868.6	3.0%		

资料来源: 必和必拓、自由港等公司公告, 中国银河证券研究院

**未来全球铜矿增量主要来自于已有的铜矿扩建项目, 本轮铜矿产量增速高峰已过。**2024年铜矿的核心项目有位于智利的 Quebrada Blanca2、刚果金的 TFM、俄罗斯的 Udokan、蒙古的 Oyu Tolgoi 项目等; 2025年的供给增量来自于 Kamola Kakula 铜矿、Las Bambas 铜矿、Malmyzh 铜矿等, 巴拿马铜矿暂无复产消息。考虑到近年来铜矿供应具有高度不确定性, 我们预计 2024-2025年铜矿产量为 2265、2345 万吨, 同比增加 38、80.5 万吨, 对应增速为 1.7%、3.6%。由 2017-2021年铜价高峰引发的投资高峰带来新建铜矿的投产增量, 预计在 2025年后将要结束, 未来全球铜矿新投产项目有限, 主要来自于已有铜矿的扩建项目, 此后铜矿新增产能与供应增速或逐步下滑。

图30: 全球铜矿产量增速高峰或已过



资料来源: ICSG, 美国地质调查局, 中国银河证券研究院

表14: 全球主要铜矿产量预测 (万吨)

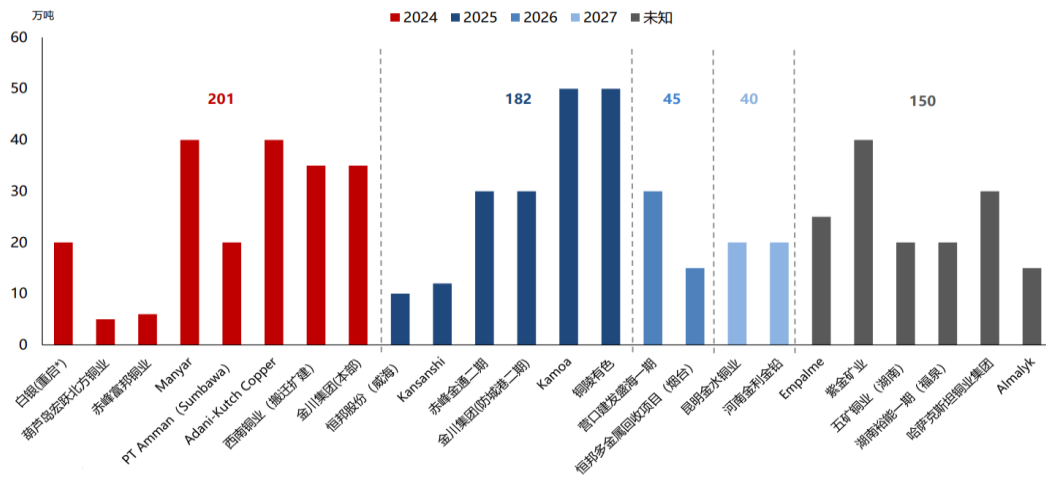
矿山	地区	矿企	2023	2024E	2025E
Timok	Serbia	Zijin	139	150	152
Udokan (con+sx-ew)	Russia	Udokan	10	70	130
Malmyzh	Russia	RMK	0	0	100
Quellaveco	Peru	Anglo American	319	315	325
Mirador	Ecuador	Tongling	123	100	120
Kamoa	DRC	Ivanhoe&Zijin	394	440	620
Musonoi	DRC	Jinchuan International	0	0	38
Kalongwe (SX-EW)	DRC	Chengtun	32	50	50
KFM (SX-EW)	DRC	CMOC	114	170	200
Lonshi (SX-EW)	DRC	JCHX	5	20	40
Dikulushi(SX-EW)	DRC	JCHX	10	10	10
Julong	China	Zijin	154	166	160
Boa Esperanza (Tucumã)	Brazil	Mineração Caraiba SA	0	10	55
Motheo	Botswana	Sandfire Resources	10	40	50
Carrapateena	Australia	BHPB	65	73	75
Kansanshi S3	Zambia	First Quantum	135	160	200
Bor	Serbia	Zijin	100	117	117
Toromocho	Peru	CHALCO	200	190	230
Las Bambas	Peru	MMG	300	320	400
Oyu Tolgoi Underground	Mongolia	Riotino	168	200	330
La Caridad	Mexico	SCC	110	140	145
Buenavista Zinc – Sonora	Mexico	SCC	0	12	20
Grasberg underground	Indonesia	Freeport	753	820	730
Kinsevere-Nambulwa	DRC	MMG	44	44	80
TFM (SX-EW)	DRC	CMOC	280	450	450
KPM(SX-EW)	DRC	Yite	50	90	100
Yulong	China	Western Mining	119	159	159
Duobaoshan	China	Zijin	111	111	120
Escondida	Chile	BHPB	1073	1190	1250
Quebrada Blanca2	Chile	Teck	56	205	265
Los Pelambres	Chile	Antofagasta	300	340	380
Salvador	Chile	Codelco	13	13	60
Chuquicamata	Chile	Codelco	248	265	300
Mantoverde	Chile	Capstone	35	65	120
Highland Valley Copper	Canada	Teck	99	119	150
Salobo	Brazil	Vale	180	200	200
Adina	Chile	Codelco	165	185	205
El Teniente New Mine Level (NML)	Chile	Codelco	350	310	340
Jiama	China	China Gold International	20	44	85
Batu Hijau	Indonesia	Amman	142	220	220
Johnson Camp	America	Excelsior Mining	0	0	5

资料来源: Codelco、紫金矿业等公司公告, 银河期货, 中国银河证券研究院

全球冶炼产能持续释放, 而矿端供给不足或将致使 2025 年铜矿原料缺口进一步扩大。据 SMM,

2024-2025 年全球共有 383 万吨新增产能，其中 2025 年冶炼厂有 182 万吨的产能释放，但矿端新增产能有限，且实际产量具有高度不确定性，或可仅增 80.5 万吨。冶炼产能增长高于铜矿，矿端供给不足致使原料缺口扩大，预计 2025 年铜矿缺口由 3 万吨进一步扩大至 23 万吨。铜冶炼现货加工费 TC/RC 从 2023 年 10 月底的 86.3 美元/吨、8.62 美分/磅，断崖式下跌至 2025 年 5 月底的 1.7 美元/吨、0.18 美分/磅，目前维持在 10.8 美元/吨、1.08 美分/磅的低位运行，矿冶矛盾突出，冶炼厂利润承压。

图31: 全球粗炼产能集中释放



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

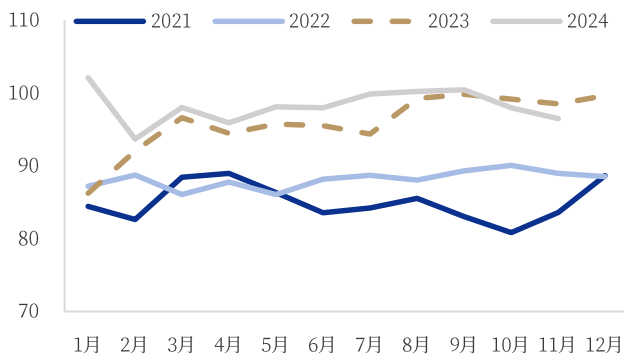
表15: 全球铜矿供需平衡表 (千吨)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
铜矿产量	21133	21787	22267	22647	23452
YOY	2.32%	3.09%	2.20%	1.71%	3.55%
铜矿消费量	21140	21647	22357	22681	23681
YOY	0.71%	2.40%	3.28%	1.45%	4.41%
铜矿平衡	-7	140	-90	-34	-229

资料来源: Wind, ICSG, 银河期货, 中国银河证券研究院

**2024 年国内精炼铜产量超出预期，矿端紧缺并未向精铜端传导，主要为长协价较高及废铜的补充。**2024 年 3 月 13 日，中国有色工业协会召开铜冶炼企业座谈会，在调整冶炼厂生产节奏、减少冶炼亏损企业产量达成一致；3 月 28 日，CSPT 中国铜原料联合谈判小组召开会议，倡议联合减产，建议减产幅度 5-10%。2024 年 1-11 月中国电解铜累计产量为 1080.9 万吨，同比增加 29 万吨，增幅为 2.8%；11 月产量为 96.5 万吨，环比下降 1.5 万吨，同比下降 2 万吨。今年国内电解铜减产并不显著，主要原因为冶炼厂一般长单比例较高，目前长单加工费仍为 80 美元/吨，使得冶炼厂利润影响有限；另外前期精废价差拉大，刺激废铜流出，流向冶炼端占比也提升至 52.5%，对原料形成补充，导致产量下降的幅度小于预期。

图32: 中国电解铜月度产量 (万吨)



资料来源: 钢联, 中国银河证券研究院

图33: SMM 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨)



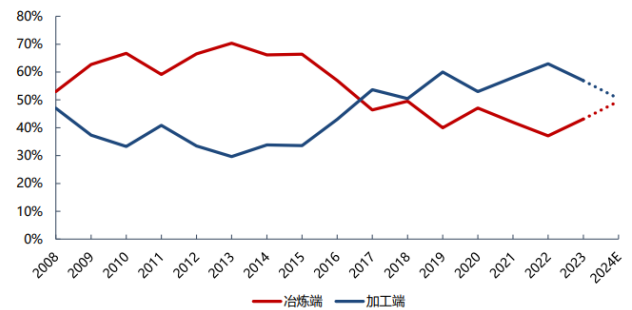
资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院

图34: 电解铜精废差价



资料来源: 百川, 中国银河证券研究院

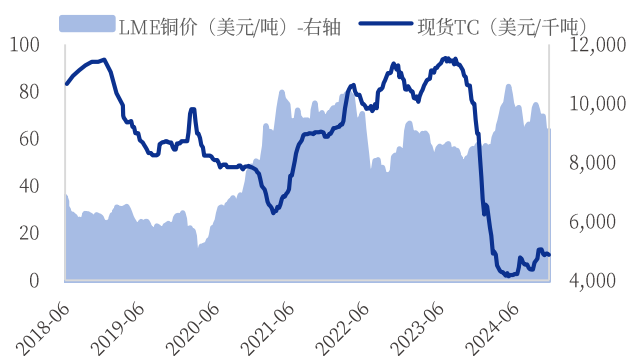
图35: 废铜流向冶炼端比例抬升



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

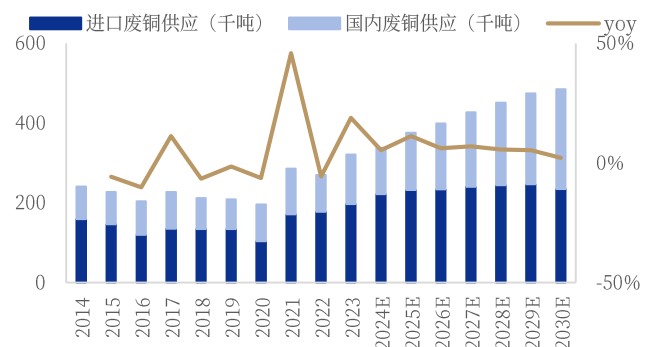
**2025年铜加工长协TC大幅回落,铜冶炼厂减产及矿端紧缺向电解铜传导的可能性增加,而废铜仍是重要的原料补充。**江西铜业等中国铜企业与Antofagastat敲定2025年铜精矿长单加工费Benchmark为21.25美元/吨与2.125美分/磅。2025年铜精矿长单加工费较2024年的80美元/吨与8.0美分/磅大幅下降,显示明年铜矿仍将处于紧缺状态。而铜冶炼加工费长单价格的大幅下滑,将进一步压缩国内铜冶炼厂利润,铜冶炼厂减产及矿端紧缺向电解铜传导的可能性也将增加。废铜783号文自2024年8月1日起施行,导致部分再生企业成本增加,但部分地区政策实施延后,且10月底新政对废铜进口有所放松,预计矿端紧缺背景下,2025年国内外废铜供给是精铜原料的重要补充,SMM预测2025年废铜供给将增长38万吨至376万吨,增速为11%。

图36: TC和铜价走势基本呈现负相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: 废铜是精铜原料的重要补充

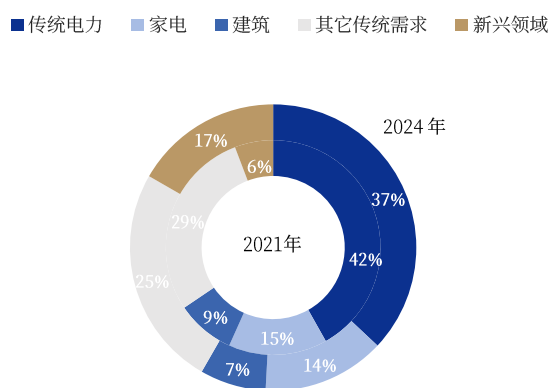


资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

## （二）新能源结构性亮点显著，经济复苏将提振铜消费需求

铜的需求结构正在发生新旧动能切换，以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速。据 SMM 数据，2023 年中国铜消费结构中，电力（47%），家电（14%），交通运输（13%），建筑（8%），机械电子（8%）。尽管以家电、交运、建筑地产为代表的传统领域需求体量较大，但新能源、数字经济的快速发展正在打破原有的需求范式。2024 年 1-10 月国内电解铜表观消费量 1233.6 万吨，同比增长 2.8%，从下游需求增速来看，1-10 月国内新能源汽车产量/风电/光伏新增容量增速 36.3%/22.8%/27.2%，比之电网投资完成额/空调产量/房屋竣工面积增速 20.7%/8.2%/-23.9%。我们测算，中国新兴领域用铜需求占比已从 2021 年的 6% 提升至 2024 年的 17%，铜消费量从 2021 年的 83 万吨增长至 2024 年的 264 万吨。未来伴随我国能源结构的进一步调整，以及数字经济的蓬勃发展，新兴领域用铜需求增长潜力可观。

图38：中国铜消费结构



资料来源：SMM, Wind, 中国银河证券研究院（注：新兴领域用铜包括新能源及数字经济领域用铜，具体包括新能源汽车、光伏、风电、数据中心用铜）

**稳增长政策持续加码，有望带动 2025 年国内铜需求进一步增长。**前期出台的一揽子经济增量政策作用显现，国内经济复苏有加快的势头，11 月我国制造业 PMI 上升至 50.30%，连续两个月处于扩张区间。12 月的中央经济工作会议明确提出稳增长任务，货币政策适度宽松、财政政策扩张性态度明确，同时要全方位扩大国内需求，更大力度支持“两重”项目，释放出了积极有为的政策信号。复盘 2009 年-2010 年，为应对世界金融危机，国内货币政策变为“适度宽松”时，铜价年均涨幅 80%。我们认为经济基本面有望在政策带动下逐步改善，带动国内铜下游消费需求。结构上看，2025 年国内铜消费需求仍为新能源需求对地产需求进行抵补，新能源汽车、光伏、风电、数字经济领域有望实现 23 万吨用铜增量，地产用铜在政策的呵护下降幅或缩减为 5 万吨以内，家电、机械电子板块也有望在经济复苏带动下实现 2% 以上的增长，预计 2025 年国内电解铜消费需求 1620 万吨，较 2024 年的 1574 万吨增长 2.9%。

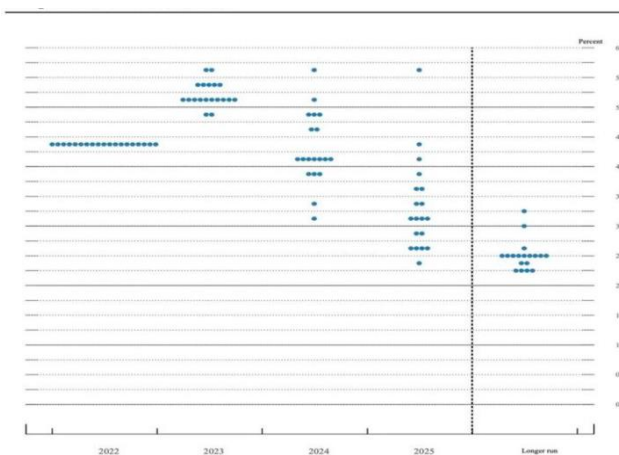
表16: 中国电解铜需求测算 (万吨)

	2022	2023	2024E	2025E
电力	670	718	744	771
家电	207	212	218	224
交运	179	193	201	208
建筑	120	123	118	114
机械电子	126	127	129	132
其它	154	163	165	170
总计	1456	1536	1574	1620

资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院

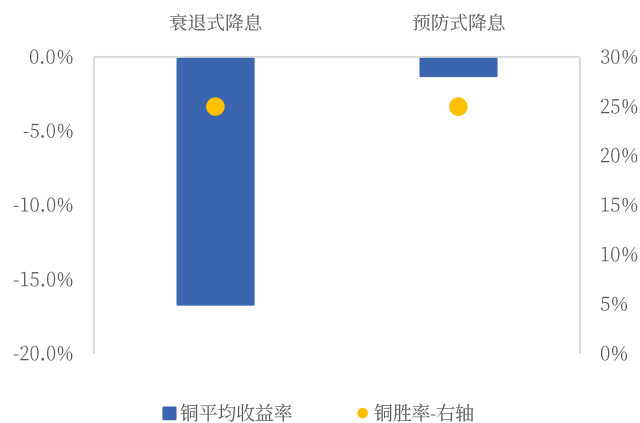
**全球降息潮来临，流动性宽松下美国经济仍具韧性，海外铜消费需求或将稳中有升。**美联储 9 月宣布降息 50 个基点至 4.75%-5.00%，为 2020 年 3 月后首次降息，本轮美联储降息周期正式开启。自此，除日本外的主要发达国家经济体均进入降息周期。美联储进入降息周期，且在开局超预期降息 50 个基点，表明了美联储尽力避免经济衰退的态度，使市场对美国经济衰退的担忧有所缓解，美国经济软着陆的概率加大。历史上看，美联储预防式降息最终使经济实现软着陆的情况下，相比衰退式降息的铜平均收益率高出 15pct，2000 年以后的三轮降息周期结束后铜价均开启一轮牛市。2025 年特朗普上台后可能调整美国新能源政策，考虑到 IRA 法案调整流程较长，2025 年落地可能性不大；贸易保护主义的回潮或加剧全球贸易的不确定性，但同时特朗普或维持美国高额的财政支出，重建美国制造业、大力发展 AI 等，也将拉动美国对铜的消费需求。

图39: 美联储9月点阵图



资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

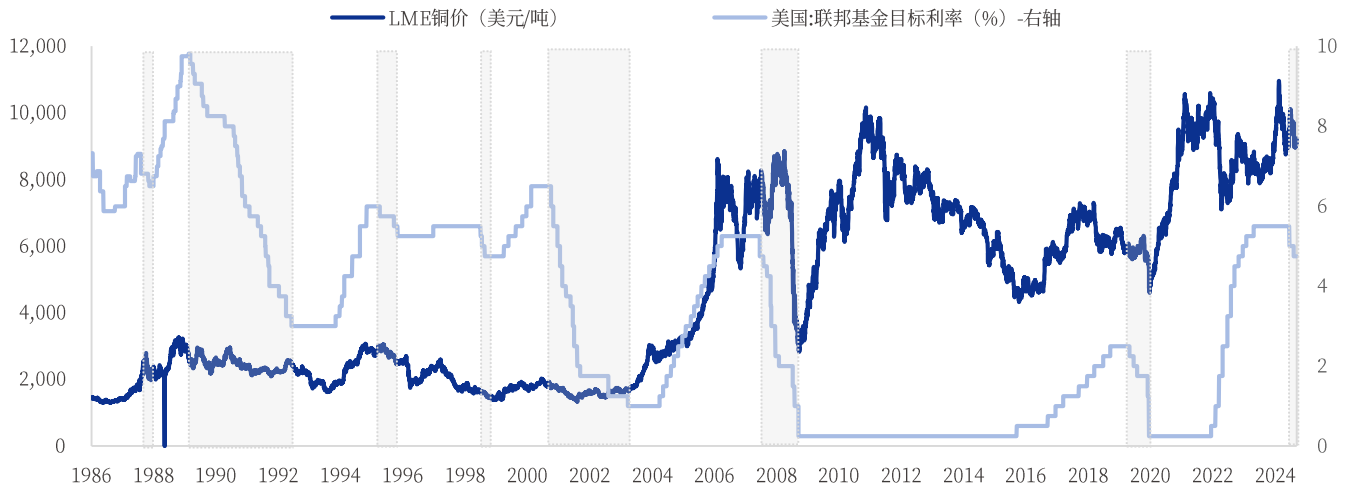
图40: 美联储预防式降息下铜价平均收益率更高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



图41: 历次美联储降息后的铜价走势

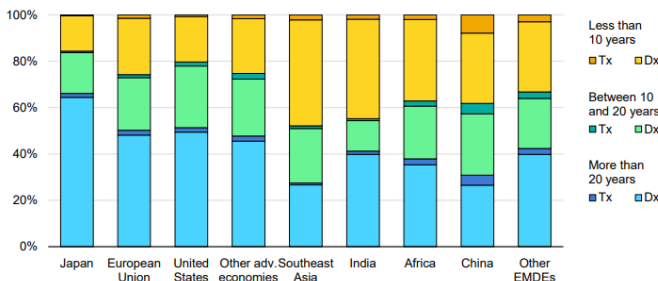


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**欧美电网开启升级改造计划，拉动铜消费增量。**发达经济体电网往往较为老旧，其基础设施有时已运行 50 年或更久，超 50% 的电网基础设施使用超 20 年，对老化基础设施进行现代化改造的需求日益增长。2023 年 11 月，欧盟计划在 2020-2030 年间累计投资 5840 亿欧元对欧洲的电网进行全面检修和升级；2023 年 10 月，美国能源部宣布将拨款近 35 亿美元来提高美国全国电网可靠性。欧美电网加大未来电网资本开支，对电网扩容需求的拉大或带动铜消费需求增长。据 IEA 数据，全球输电线路、配电网和变压器的铜用量预计从 2012-2021 年的年均 5Mt 增加到 2022-2030 年的年均 5.5Mt，在 2022-2030 年间，这一铜需求来源将近 2021 年全球铜总产量的 18%。

图42: 发达国家地区电网老化严重

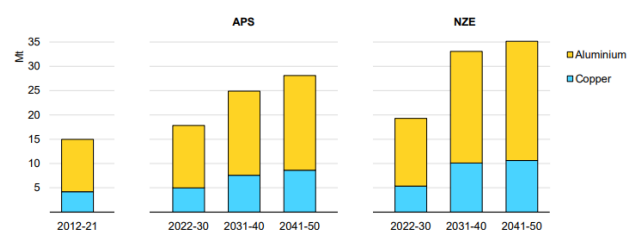
Share of grid length by age by country/region, 2021



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

图43: 输电和配电线路对铜的需求量大

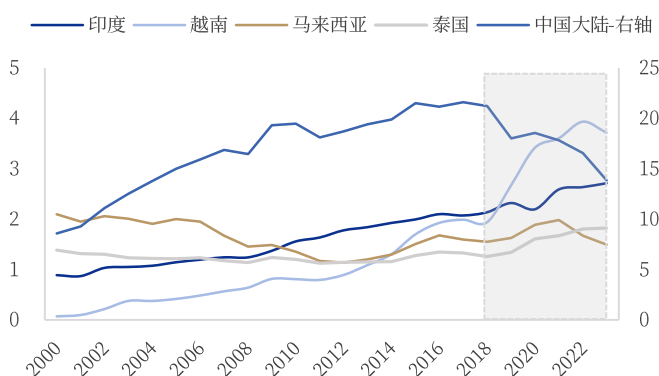
Average annual material needs for transmission and distribution lines in the Announced Pledges Scenario and Net Zero Scenario, 2012-2050



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院 (注: 输配电线路的材料需求包括电缆和电线)

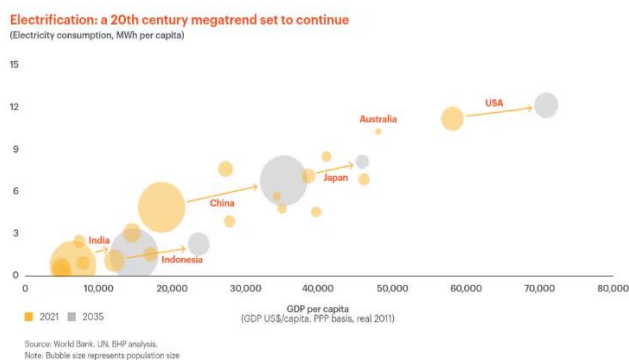
**全球产业链加速重塑，印度铜消费增长强劲。**2018 年以来，全球产业链正从中国向东南亚市场迁移。在中美博弈、疫情冲击、俄乌冲突的叠加影响下，全球产业链加速重塑，以印度为代表的新兴国家铜需求量攀升。据 ICA India，疫后印度铜消费需求在 2021FY-2024FY 以年均 21% 的增速攀升，2024FY 印度铜消费量达 170 万吨，同比增长 13%，主要得益于建筑和基础设施行业的强劲需求，建筑和基础设施行业占铜需求的 43%，同时对 GDP 的贡献率为 11%。当前印度的人均用电量目前约为日本的 1/7 和中国的 1/5，随着电力供应的普及，BHP 预计未来几十年印度的铜需求将比疫情前增长 5 倍。

图44: 美国进口金额占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图45: 印度的铜消费需求增长潜力巨大



资料来源: BHP, 中国银河证券研究院

**国内经济的复苏、海外美联储的降息，叠加新能源增长强劲、全球制造业供应链与战后重建、AI 数字经济浪潮，全球铜需求未来增长可期。**全球 11 月制造业 PMI 回升至 50% 枯荣线，连续两个月持续改善。全球迎来降息潮，全球经济与制造业有望持续修复，国内稳增长政策持续出台，助力国内经济动能进一步增强，都将带动铜需求增长。新能源、人工智能数字经济等带来铜消费结构的新亮点，全球供应链重塑与欧美电网更新，铜未来消费增量可期。预计 2025 年全球电解铜消费 2703 万吨，较 2024 年的 2607 万吨增长 96 万吨，其中新兴领域需求贡献 67 万吨增量。

表17: 全球电解铜消费预测表 (万吨)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国新兴领域	83	117	224	264	287
中国	1439	1456	1536	1574	1620
海外新兴领域	85	95	152	205	249
海外	977	980	995	1032	1083
全球	2416	2436	2531	2607	2703

资料来源: 中汽协, EVTank, IRENA, Wood Mackenzie, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 看好铜板块的长期配置价值

**从供需平衡表来看，铜矿进入短缺时代，2025 年电解铜供需将边际收紧。**供给端，一系列中长期因素对铜矿有效供给形成约束，冶炼产能集中释放，短期矿端紧缺难以改变，且矿端缺口或再扩大。2025 年冶炼厂长协订单大幅下滑，冶炼利润再度压缩，预计再生铜仍为重要的原料补充。需求端，国内刺激政策加码，中央经济工作会议提出实施更加积极有为的宏观政策，全方位扩大国内需求作为政策首要任务，继续抬升国内宏观复苏预期。而海外制造业复苏迹象已显，步入降息周期后经济复苏确定性较强，或带动铜的消费需求进入景气上升通道。我们预计 2024 年全球电解铜供需过剩 13 万吨，2025 年过剩缩减至 7 万吨，假如国内经济复苏超出预期，则供需紧平衡有转向短缺的可能。

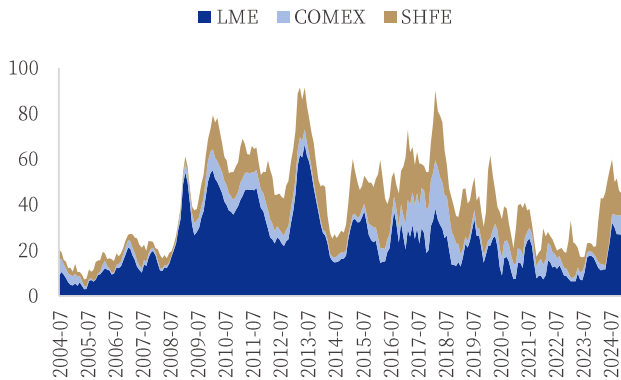
表18: 全球电解铜供需平衡表 (千吨)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
铜矿产量	21133	21787	22267	22647	23452
YOY	2.32%	3.09%	2.20%	1.71%	3.55%
铜矿消费量	21140	21647	22357	22681	23681
YOY	0.71%	2.40%	3.28%	1.45%	4.41%
铜矿平衡	-7	140	-90	-34	-229
精铜产量	23946	24326	25486	26196	27096
YOY	1.67%	1.59%	4.77%	2.79%	3.44%
精铜消费	24156	24356	25306	26066	27030
YOY	4.87%	0.83%	3.90%	3.00%	3.70%
收储	-110	0	0	0	0
供需平衡	-100	-30	180	130	66

资料来源: Wind, ICSG, SMM, 公司公告, 中国银河证券研究院

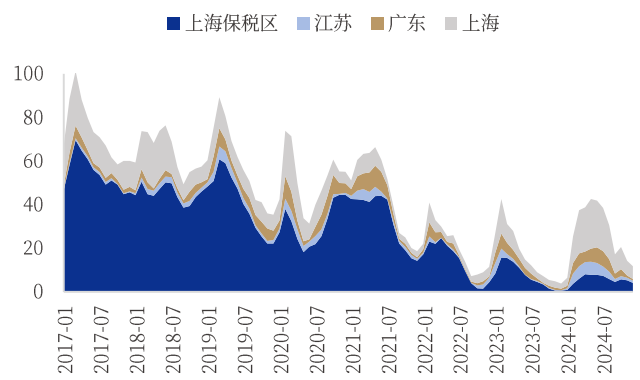
**当前全球铜显性库存持续去化, 国内社会库存显著回落。**截至 2024 年 12 月初, 全球三大交易所的显性铜库存 (SHFE+LME+COMEX) 合计为 43.86 万吨, 自 9 月以来库存持续去化。国内电解铜社会库存 10 月中旬后持续改善, 目前为 16.92 万吨, 库存的去化一方面得益于商品价格下跌带来的下游采购力度加大, 另一方面也表明下游市场需求的边际改善。

图46: 全球主要交易所铜库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图47: 国内铜社会库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

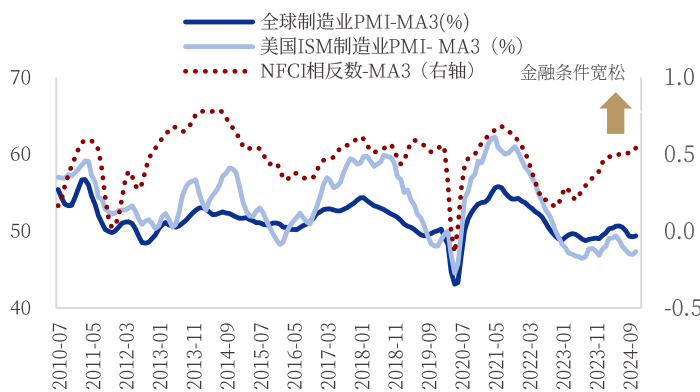
**多重共振下铜价重心有望上移。**2024 年铜矿供给缺口突出, 2025 年后缺口或将进一步扩大, 我们测算 LME 铜价需上涨超过 1.25 万美元/吨才可刺激铜企进行大规模资本开支, 供给约束提供铜价支撑。新能源转型与人工智能基建投资带来需求的结构亮点, 全球供应链重塑与欧美电网更新拉动铜需求增量。全球降息潮下, 充裕的流动性与货币信用的贬值将变相增加工业有色金属商品价值, 同时流动性宽松往往指向后续制造业 PMI 的回暖, 铜作为跟随宏观经济的周期性品种, 伴随中国经济在政策支撑下带动全球经济复苏的进一步确认, 需求逻辑给予铜价更强的上涨动力。

表19: 新建铜矿项目 NPV 测算

NPV (美元)		IRR								
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
LME 铜价 (美元/吨)	10000	-5655	-6206	-6725	-7215	-7676	-8112	-8525	-8915	-9284
	10500	-3482	-4116	-4714	-5277	-5809	-6311	-6786	-7235	-7661
	11000	-1309	-2026	-2703	-3340	-3942	-4510	-5047	-5556	-6037
	11500	865	64	-691	-1403	-2075	-2709	-3309	-3876	-4413
	12000	3038	2154	1320	534	-207	-908	-1570	-2197	-2790
	12500	5212	4243	3331	2471	1660	893	169	-517	-1166
	13000	7385	6333	5343	4409	3527	2694	1907	1163	457
	13500	9559	8423	7354	6346	5394	4496	3646	2842	2081

资料来源: Wind, S&P Global, 中国银河证券研究院

图48: 金融条件指数宽松利好 PMI 回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图49: 铜价走势往往滞后于流动性周期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、玉龙铜矿利润丰厚，三期扩产打开成长空间

### (一) 资源禀赋优，增储潜力大

玉龙铜矿为国内第二大单体铜矿，资源量大、品位高。玉龙铜矿位于西藏自治区昌都市，是一个特大型斑岩和接触交代混合型铜矿床，矿区海拔高度4560-5118米，其特点是矿体埋藏浅，资源量大，品位较高。玉龙铜矿由控股子公司玉龙铜业负责经营，西部矿业、紫金矿业及昌都市投资公司分别持有玉龙铜业58%、22%、20%股权。截至2023年底，玉龙铜矿拥有铜矿石资源量8.55亿吨，铜矿石保有储量8.45亿吨，铜金属保有储量558.28万吨，并伴生钼、金、银等，公司钼精矿均为玉龙铜矿生产。

图50: 玉龙斑岩铜矿大地构造位置图及地质简图

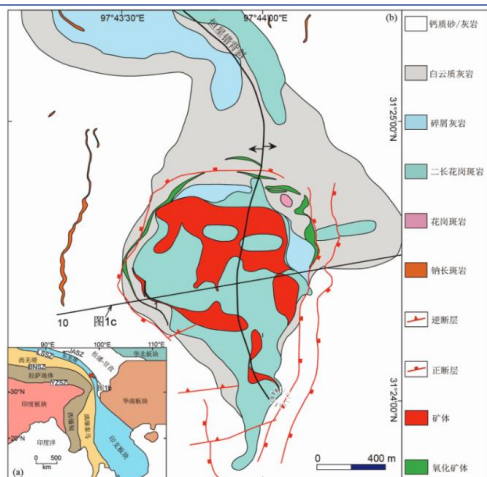
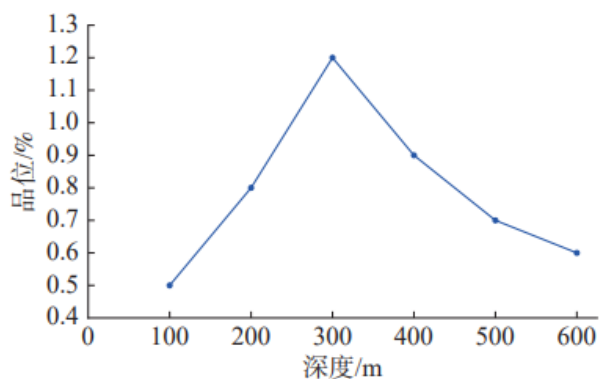


图51: 玉龙铜矿深部地质特征及铜金属资源潜力概览



资料来源: 《斑岩铜矿蚀变分带与成矿机制: 玉龙矿床水-岩反应热力学平衡模拟例析》张少颖等, 中国银河证券研究院

资料来源: 《玉龙铜矿深部找矿前景及潜力分析》王鹏, 中国银河证券研究院

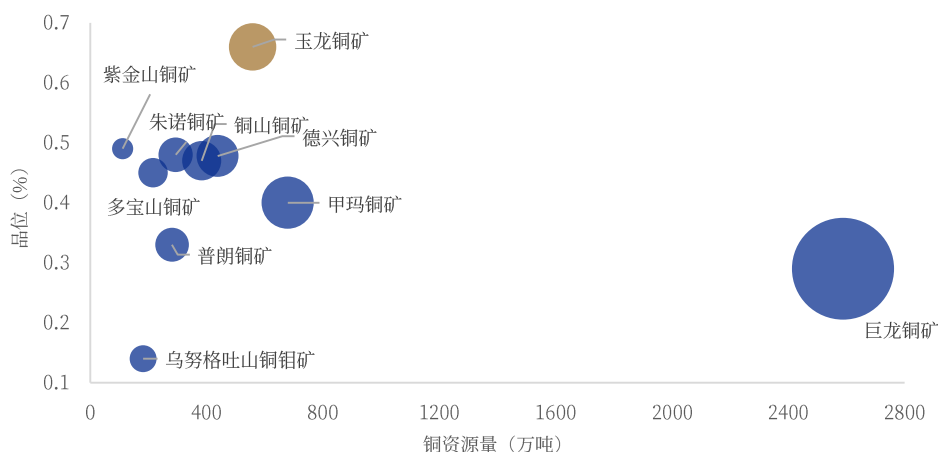
表20: 公司玉龙铜矿基本情况

铜矿山	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位	证载规模 (万吨/年)	资源剩余可开采年限
西藏玉龙铜矿	铜	85458	84514	0.65%	1989	40

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

横向对比国内铜矿山资源禀赋, 在单体矿中, 玉龙铜矿铜资源量仅次于驱龙铜矿, 为国内第二大单体铜矿, 资源储量充足, 铜金属保有储量 558.28 万吨。玉龙铜矿氧化矿品位达 3.85% 左右, 硫化矿品位在 0.64% 左右, 平均品位在 0.6%-0.7%, 对比国内主要铜矿 0.4% 的平均品位, 玉龙铜矿品位优势突出, 且资源剩余可采年限长达 40 年, 经济开采价值极优。玉龙铜矿深部地质特征显示其存在高品位铜矿石和连续矿体, 未来有望通过先进勘探、开采技术, 实现深部资源开发的经济潜力, 增储空间巨大。

图52: 国内主要铜矿资源禀赋对比

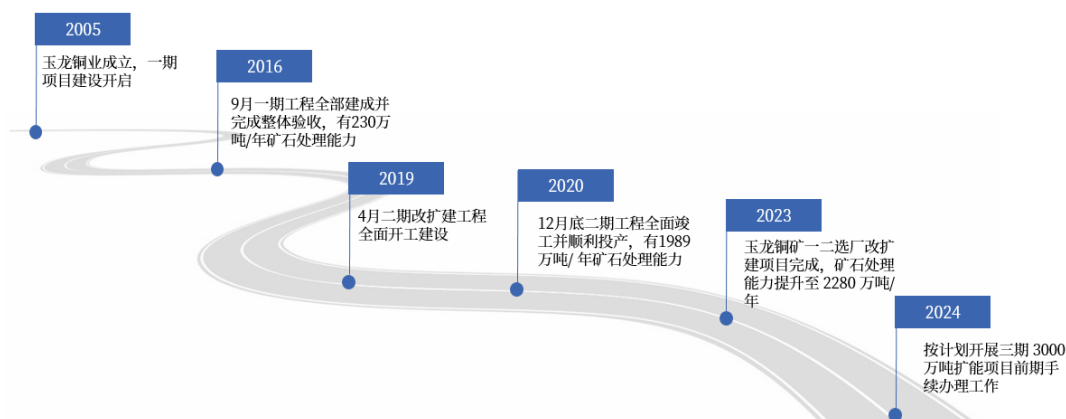


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 圆圈大小代表该矿山铜资源量, 巨龙铜矿包括驱龙铜矿和知不拉铜矿)

## (二) 经营效益行业领先, 三期扩产盈利增长可期

公司持续推进玉龙改扩建, 铜金属产能由 3 万吨提升至 15 万吨。玉龙铜业分别于 2016、2020、2023 年完成玉龙铜矿一期、二期、一二选厂技改工程, 矿石处理能力由 230 万吨/年逐步提升至 2280 万吨/年, 对应铜金属产能也由 3 万吨提升至 15 万吨。2022-2023 年玉龙铜矿矿产铜产量分别为 13.2、12 万吨, 贡献公司总铜精矿产量超 90%, 2023 年产量下滑主要受玉龙一二选厂技术提升改造项目影响。

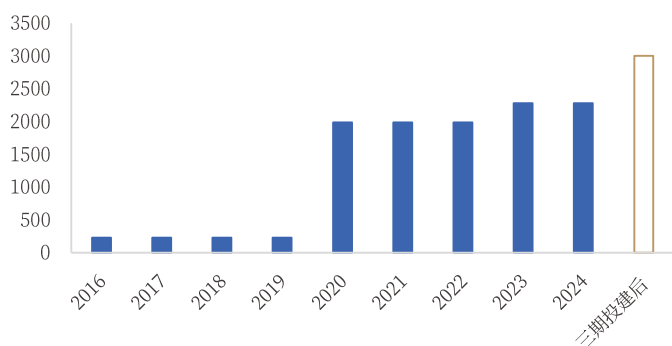
图53: 玉龙铜矿持续改扩建, 产能不断提升



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

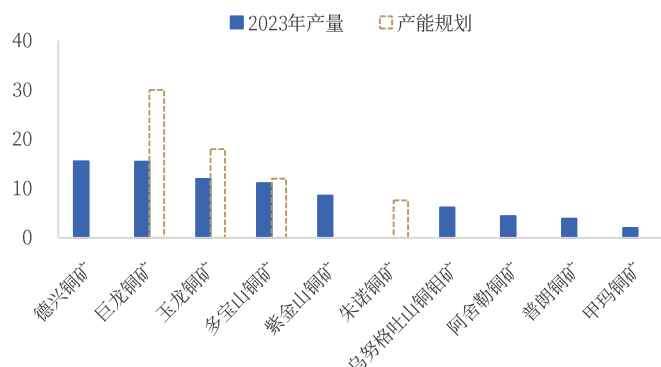
三期项目加速推进中, 预计再提产 20%至 18 万吨。2024 年 3 月, 西矿集团公布三期工程项目环境影响评价信息, 计划在二期基础上进一步扩建, 拆除并新建选厂及配套设施, 预计建成后玉龙铜矿矿石处理能力将增至 3000 万吨/年, 理论产能预计为 18-20 万吨, 提升幅度超 20%。玉龙铜矿是目前国内为数不多的铜矿扩建项目之一, 产能增量仅次于紫金矿业的巨龙铜矿。目前玉龙铜业按计划开展三期项目前期手续办理工作, 现已完成《三期工程矿产资源开发利用方案》等 13 项项目核准前置报告编制并取得评审意见书。

图54: 玉龙铜矿产能变化 (矿石量, 万吨)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图55: 国内主要铜矿未来产能规划 (金属量, 万吨)



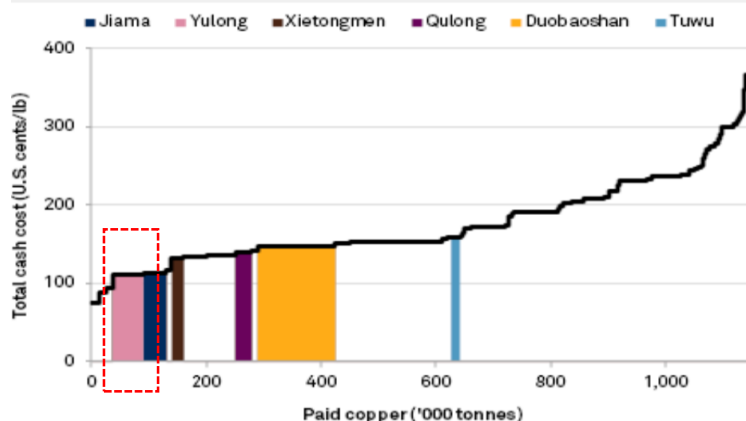
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司科研攻关力度持续加大, 玉龙铜业选矿回收率不断提升。2023 年玉龙铜业铁包铜氧化矿资源综合回收应用研究完成中试试验, 为解决行业难题和铁铜矿资源开发找到了技术路径。2023 年玉龙铜业钼回收率较 2022 年提升 4.51%。24H1 西藏玉龙铜矿一车间钼回收率提升 0.98pct, 二车间

投产后各项指标达到设计标准。公司积极开展技术研究，未来工艺指标仍有提升空间。

**玉龙铜矿在国内同类型铜矿中成本优势明显。**玉龙铜矿矿体赋存条件和水文地质条件简单，适合露天开采。玉龙铜矿大规模露天矿作业，叠加品位较高，使其在国内同类型铜矿中成本优势明显，据 S&P Global，2020 年玉龙铜矿总现金成本显著低于黑龙江多宝山铜矿的 1.60 美元/磅（约 2.5 万元/吨）。伴随未来玉龙铜矿三期扩建项目完成后，矿石处理能力从目前的 2280 万吨/年增至 3000 万吨/年，规模效应将更突出，助力玉龙铜矿进一步巩固其成本优势。

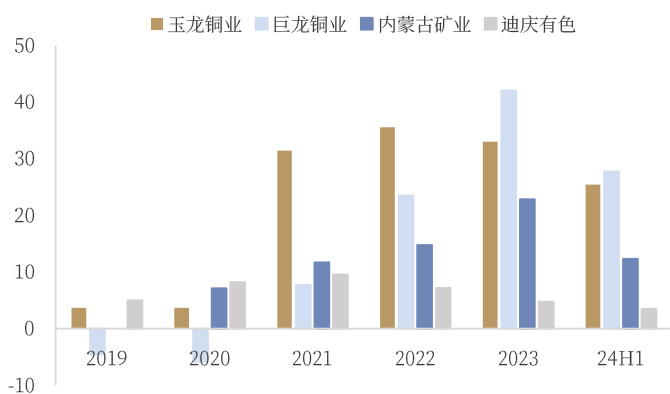
图56：2020 年中国铜矿成本曲线



资料来源：S&P Global, 中国银河证券研究院

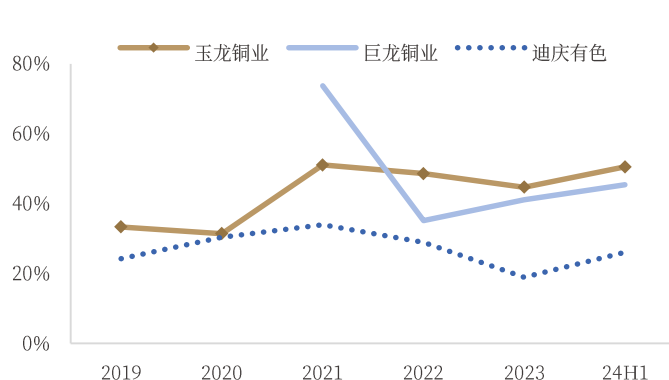
**对比其他铜矿子公司，玉龙铜业拥有较强的盈利能力。**2020 年底玉龙二期改扩建项目投产后，2021 年玉龙铜业净利润大幅提升至 31.5 亿元，近三年净利润均在 30 亿元以上。受益于玉龙铜矿平均品位高、成本低、工艺先进等特点，近三年玉龙铜业净利率也维持在 45% 以上的水平，24H1 在铜价上涨的带动下，净利率达 51%，盈利能力业内领先。

图57：2019 年以来铜行业子公司净利润对比（亿元）



资料来源：公司公告, 中国银河证券研究院

图58：2019 年以来铜行业子公司净利率对比

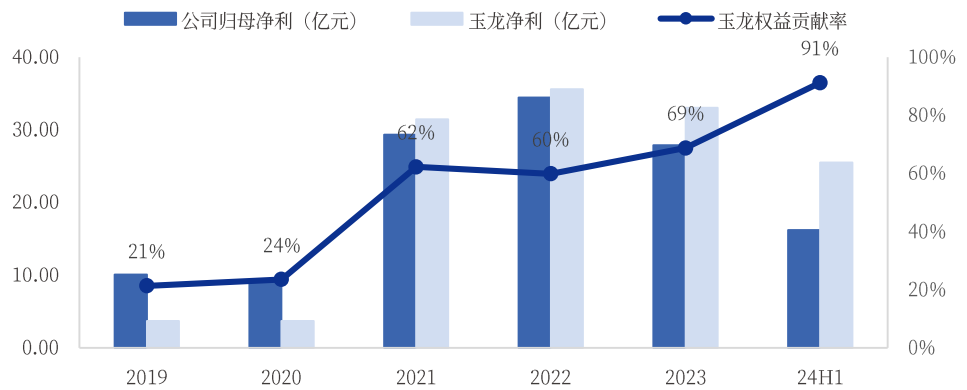


资料来源：公司公告, 中国银河证券研究院

**玉龙铜业为公司盈利的核心支柱。**2023 年玉龙铜业实现营业收入 73.9 亿元，同比+1%，实现净利润 33 亿元，同比-7%；24H1 玉龙铜业实现营业收入 50.4 亿元，同比+46%，净利润 25.5 亿元，同比+51%，主要系玉龙一二选厂技改项目投产后铜、铝产量爬坡，量价齐升下盈利大幅提升。按权益比例计算，玉龙铜业对公司的业绩贡献率也在不断提升，24H1 较 2023 年的 69% 进一步提升至 91%，为公司盈利的核心来源。



图59：玉龙铜业是公司业绩的核心支柱



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

此外，玉龙铜业享受 9% 的优惠企业所得税税率，税收优势助力未来业绩弹性释放。玉龙铜业符合西部大开发企业所得税优惠政策规定，可以享受 15% 优惠税率，同时满足吸纳特殊类别员工要求，在优惠税率 15% 的基础上减免 6% 的地方分享部分，按 9% 的税率征收企业所得税，税收优势凸显。后续伴随玉龙铜矿三期项目投产，玉龙铜业有望充分受益其税率优势，带来利润弹性释放。

## 五、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

公司作为西部地区老牌矿业龙头，手握玉龙铜矿、获各琦铜矿等国内优质铜矿资源。铜类产品为公司第一大收入、利润来源，自 2021 年玉龙铜矿二期项目投运后，铜类产品毛利贡献过半。伴随玉龙铜矿、双利铁矿等改扩建项目持续推进，冶炼项目陆续竣工，公司盈利或将持续改善。

基于以下假设，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 482/514/538 亿元，预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 37.9/44.4/51.1 亿元。

**1) 产销量方面：**考虑到玉龙铜矿一二选厂技改工程放量及三期投产，预计 2024-2026 年公司矿产铜产量分别 17.5/17.5/18.5 万吨；获各琦铜矿选矿技改工程 2024 年投产后于 2025 年释放铅锌产能，预计 2024-2026 年公司矿产铅产量分别 5.2/6.3/6.5 万吨，矿产锌产量分别 10.9/12.5/13 万吨；钼精矿作为玉龙铜矿的伴生金属，预计 2024-2026 年钼精矿产量分别 3995/4375/4625 吨；铁矿石伴随双利矿业露转地改扩建项目建设完工，预计 2024-2026 年铁精粉产量分别 143/153/223 万吨。我们假设销量等于产量。

**2) 价格方面：**铜矿供应矛盾彻底爆发且将持续存在，国内经济复苏、全球流动性改善利好铜价上扬，我们假设 2025-2026 年国内铜价 7.6/7.7 万元/吨；锌价受供给增加影响，2025-2026 年锌价 2.2/2.1 万元/吨，铅价维持稳定在 1.7 万元/吨；钼精矿（45%）价格为 3600/3700 元/吨度；铁矿石价格为 800/850 元/吨。

表21: 公司主营业务收入及成本预测 (亿元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	384.01	397.62	427.48	481.64	513.54	538.37
YOY	34.50%	3.55%	7.51%	12.67%	6.62%	4.83%
铜钼	109.71	106.88	124.41	166.03	175.30	184.65
铅锌	35.63	33.03	35.81	33.43	42.54	46.57
铁	14.75	11.17	10.20	10.37	10.81	16.75
其它	223.92	246.54	257.05	271.81	284.89	290.39
营业成本	303.25	320.48	350.36	375.59	400.57	415.50
铜钼	66.14	51.62	68.44	85.47	94.36	97.14
铅锌	17.10	14.72	17.61	14.16	23.19	28.06
铁	7.98	7.38	6.12	6.42	6.87	10.02
其他	212.03	246.76	258.19	269.55	276.16	280.28
归母净利润	29.32	34.17	27.89	37.90	44.36	51.05
YOY	223.32%	16.56%	-18.38%	35.89%	17.03%	15.09%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## (二) 估值与投资建议

### 1. 相对估值

公司业绩核心驱动为铜类产品, 核心业务为铜矿山采选及冶炼, 此外公司还拥有铅锌矿山采选与冶炼、铁矿石生产等主要业务与资产, 我们选取 A 股铜行业的紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、铜陵有色、江西铜业、云南铜业, 铅锌采选冶炼企业驰宏锌锗、中金岭南, 以及铁矿石与铜矿采选企业河钢资源作为可比公司; 2024-2026 年可比公司 PE 的算术均值分别为 13.1/11.1/9.8x。考虑到公司玉龙铜矿的成长确定性与稳定的盈利能力, 国内经济复苏下与全球流动性宽松下公司铁矿石资产估值修复的潜力以及公司较高的分红水平, 并参考其他可比公司估值, 我们给予公司 2025 年 PE 为 11.4x, 对应市值为 506 亿元。

表22: 可比公司估值 (2024.12.18)

可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				市盈率 PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
紫金矿业	3,990	0.80	1.22	1.45	1.64	19.4	12.7	10.7	9.4
洛阳钼业	1,430	0.38	0.54	0.61	0.69	18.4	12.9	11.4	10.2
金诚信	244	1.71	2.53	3.45	3.99	22.9	15.5	11.3	9.8
铜陵有色	430	0.21	0.30	0.34	0.42	16.0	11.2	9.9	8.1
江西铜业	594	1.88	2.11	2.21	2.34	11.1	9.9	9.4	8.9
云南铜业	254	0.79	1.08	1.19	1.38	16.1	11.7	10.6	9.2
中金岭南	182	0.18	0.26	0.31	0.36	27.1	18.6	15.5	13.4

驰宏锌锗	299	0.28	0.39	0.47	0.49	20.9	15.1	12.5	11.9
河钢资源	96	1.40	1.44	1.66	1.91	10.5	10.2	8.8	7.7
平均值		0.85	1.10	1.30	1.47	18.0	13.1	11.1	9.8
西部矿业	388	1.17	1.59	1.86	2.14	13.9	10.2	8.7	7.6

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 2. 绝对估值

由于公司具有较为稳定的盈利和持续的经营净现金流, 我们采用 FCFF 方法进行绝对估值, 我们作出如下假设得到 WACC 为 7.15%, 再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析, 测算出公司每股估值区间为 18.9-23.8 元, 对应市值区间为 450-568 亿元。

表23: FCFF 核心假设

指标	数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.76%	十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	7.61%	2014-2024 年沪深 300 指数年度平均收益率
贝塔系数 $\beta$	1.27	公司上市以来相对沪深 300 的 Beta 值
税率	10.54%	公司近三年实际所得税税率
债务资本成本 Kd	4.35%	中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率
债务资本比重 Wd	38.52%	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)
股权资本成本 Ke	9.19%	$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$
加权平均资本成本 WACC	7.15%	$WACC = Kd * Wd * (1 - T) + Ke * (1 - Wd)$

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表24: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

永续增长率 g	WACC						
	6.25%	6.55%	6.85%	7.15%	7.45%	7.75%	8.05%
1.1%	22.90	21.34	19.95	18.69	17.55	16.52	15.57
1.4%	23.98	22.27	20.76	19.40	18.18	17.07	16.07
1.7%	25.20	23.32	21.66	20.19	18.87	17.68	16.60
2.0%	26.59	24.50	22.68	21.07	19.63	18.35	17.20
2.3%	28.19	25.86	23.83	22.06	20.49	19.10	17.85
2.6%	30.06	27.41	25.15	23.18	21.45	19.93	18.58
2.9%	32.26	29.23	26.66	24.46	22.54	20.87	19.39

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司是国家定调西部大开发的矿业核心龙头, 拥有西部地区的资源基础与整合能力, 且铜、铅、锌等优质矿产资源均集中于国内, 矿山运营体系更加稳定, 是国内资源稳定保供的企业。伴随中国经济在政策支撑下带动全球经济复苏的进一步确认, 叠加美联储货币宽松带来的流动性外溢, 都将利好公司矿产资源组合中的顺周期大宗商品金属铜、铅、锌、铁。公司主力矿山玉龙铜矿资源量大、品位高、成本低, 且盈利能力强, 在国内同类型铜矿中比较优势突出, 未来三期扩建项目投产将带来产能增量, 矿产铜量价齐升驱动公司业绩增长, 公司高分红或将延续。此前因盈利差而被市场忽视的铁矿资产, 随着国内经济的逐步复苏与铁矿石价格的上行, 也将更具向上弹性, 从而带动公司整体估值的抬升。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 482/514/538 亿元, 预计公司 2024-2026

年实现归母净利润 37.9/44.4/51.1 亿元，当前股价对应 PE 各为 10/9/8x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 六、风险提示

1) **国内经济复苏不及预期的风险**：有色金属需求与宏观经济运行状况紧密相关，若国内经济复苏速度慢于预期，可能会影响有色金属的需求，导致有色金属价格下跌；

2) **美联储降息不及预期的风险**：若美联储降息幅度和频率不及市场预期，可能会导致美元走强，进而对以美元计价的有色金属价格产生压力，同时高利率环境可能会抑制投资和消费，影响有色金属的需求和价格；

3) **有色金属下游需求不及预期的风险**：有色金属下游新能源汽车、光伏、风电装机等领域需求增速若放缓，可能加剧上下游博弈，导致有色金属价格承压；

4) **有色金属价格大幅下跌的风险**：有色金属价格受全球经济局势、货币政策、供需格局等多重因素影响，若这些因素导致价格出现大幅波动，有色金属企业的经营可能面临较大压力。

## 图表目录

图 1: 西部矿业发展历程.....	4
图 2: 公司主营业务结构包括金属采选冶、贸易及金融 .....	5
图 3: 公司矿产品产量情况 (万吨) .....	5
图 4: 公司冶炼产品产量情况 (万吨) .....	5
图 5: 公司实际控制人为青海国资委 (2024.11.11) .....	6
图 6: 公司营收及同比变化 .....	6
图 7: 公司归母净利润及同比变化 .....	6
图 8: 公司分产品营收情况 (亿元) .....	7
图 9: 公司分产品毛利情况 (亿元) .....	7
图 10: 西部矿业历史有效税率.....	8
图 11: 公司现金流状况良好 (亿元) .....	8
图 12: 公司持续现金分红回馈股东.....	8
图 13: 国内上市公司铜资源量情况 (万吨) .....	9
图 14: 公司铜精矿产量变化.....	11
图 15: 2023 年上市公司铜精矿产量 (万吨) .....	11
图 16: 近年来玉龙铜业营业收入变化 .....	12
图 17: 近年来玉龙铜业净利润变化.....	12
图 18: 近年来西部铜业营业收入变化 .....	12
图 19: 近年来西部铜业净利润变化.....	12
图 20: 公司锌精矿产量及增速变化.....	13
图 21: 公司铅精矿产量及增速变化.....	13
图 22: 锡铁山铅锌矿区位于柴达木盆地北缘 .....	14
图 23: 锡铁山铅锌矿区元素深部富集趋势 .....	14
图 24: 近年来鑫源矿业营业收入变化 (亿元) .....	14
图 25: 近年来鑫源矿业净利润变化 (亿元) .....	14
图 26: 公司铁精矿产量及增速变化.....	15
图 27: 近三年公司铜冶炼原料自给率维持在 70%以上 .....	17
图 28: 2024 年铜价走势回顾 (美元/吨) .....	19
图 29: 全球铜矿扰动频发.....	19
图 30: 全球铜矿产量增速高峰或已过 .....	20
图 31: 全球粗炼产能集中释放.....	22
图 32: 中国电解铜月度产量 (万吨).....	23
图 33: SMM 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨) .....	23

图 34: 电解铜精废差价 .....	23
图 35: 废铜流向冶炼端比例抬升 .....	23
图 36: TC 和铜价走势基本呈现负相关 .....	23
图 37: 废铜是精铜原料的重要补充 .....	23
图 38: 中国铜消费结构 .....	24
图 39: 美联储 9 月点阵图 .....	25
图 40: 美联储预防式降息下铜价平均收益率更高 .....	25
图 41: 历次美联储降息后的铜价走势 .....	26
图 42: 发达国家地区电网老化严重 .....	26
图 43: 输电和配电线路对铜的需求量大 .....	26
图 44: 美国进口金额占比 (%) .....	27
图 45: 印度的铜消费需求增长潜力巨大 .....	27
图 46: 全球主要交易所铜库存 (万吨) .....	28
图 47: 国内铜社会库存 (万吨) .....	28
图 48: 金融条件指数宽松利好 PMI 回升 .....	29
图 49: 铜价走势往往滞后于流动性周期 .....	29
图 50: 玉龙斑岩铜矿大地构造位置图及地质简图 .....	30
图 51: 玉龙铜矿深部地质特征及铜金属资源潜力概览 .....	30
图 52: 国内主要铜矿资源禀赋对比 .....	30
图 53: 玉龙铜矿持续改扩建, 产能不断提升 .....	31
图 54: 玉龙铜矿产能变化 (矿石量, 万吨) .....	31
图 55: 国内主要铜矿未来产能规划 (金属量, 万吨) .....	31
图 56: 2020 年中国铜矿成本曲线 .....	32
图 57: 2019 年以来铜行业子公司净利润对比 (亿元) .....	32
图 58: 2019 年以来铜行业子公司净利率对比 .....	32
图 59: 玉龙铜业是公司业绩的核心支柱 .....	33
表 1: 2024 年主要分/子公司税收优惠 .....	7
表 2: A 股铜板块公司股息率及分红情况 .....	8
表 3: 公司总计拥有的矿产资源保有资源储量 (万吨) (截至 2024H1) .....	9
表 4: 公司自有矿山基本情况 (截至 2024H1) .....	10
表 5: 公司矿山产品生产计划完成情况 .....	11
表 6: 公司主要铜矿山基本情况 .....	11
表 7: 公司主要铅锌矿山基本情况 .....	13
表 8: 公司主要铁矿山基本情况 .....	15

表 9: 它温查汉矿区通过评审备案的资源量 .....	16
表 10: 冶炼板块主要子公司业务情况 .....	16
表 11: 近年来公司冶炼产量变化.....	16
表 12: 公司主要盐湖提镁、提锂产业情况 .....	18
表 13: 2024 年 Q1-3 全球重点矿企产量情况 (万吨) .....	20
表 14: 全球主要铜矿产量预测 (万吨) .....	21
表 15: 全球铜矿供需平衡表 (千吨) .....	22
表 16: 中国电解铜需求测算 (万吨) .....	25
表 17: 全球电解铜消费预测表 (万吨) .....	27
表 18: 全球电解铜供需平衡表 (千吨) .....	28
表 19: 新建铜矿项目 NPV 测算.....	29
表 20: 公司玉龙铜矿基本情况.....	30
表 21: 公司主营业务收入及成本预测 (亿元) .....	34
表 22: 可比公司估值 (2024.12.18) .....	34
表 23: FCFE 核心假设.....	35
表 24: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股) .....	35



附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11409.51	18927.20	25561.61	32604.00
现金	5435.78	11560.91	17934.05	24835.64
应收账款	290.41	292.20	300.12	324.05
其它应收款	247.83	265.23	277.47	296.29
预付账款	65.55	137.21	139.89	136.11
存货	3162.14	3509.04	3705.79	3818.43
其他	2207.79	3162.62	3204.29	3193.49
非流动资产	40657.21	40676.16	42417.71	44938.03
长期投资	4368.97	4368.97	4368.97	4368.97
固定资产	22594.82	22550.06	22817.73	23363.33
无形资产	6421.24	6648.00	6892.25	7227.50
其他	7272.17	7109.12	8338.76	9978.22
资产总计	52066.71	59603.36	67979.33	77542.03
流动负债	15348.93	16318.08	16484.37	16543.60
短期借款	5666.69	5166.69	5066.69	4966.69
应付账款	2248.95	2523.41	2720.66	2786.07
其他	7433.29	8627.98	8697.02	8790.84
非流动负债	16374.24	18303.27	21253.27	24703.27
长期借款	13595.16	15595.16	18595.16	22095.16
其他	2779.08	2708.11	2658.11	2608.11
负债合计	31723.17	34621.34	37737.63	41246.87
少数股东权益	5075.47	7498.87	10217.59	13346.61
归属母公司股东权益	15268.07	17483.15	20024.11	22948.55
负债和股东权益	52066.71	59603.36	67979.33	77542.03

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6239.22	10482.44	10802.84	11987.79
净利润	4233.28	6213.84	7154.52	8234.28
折旧摊销	2124.37	2469.77	2758.44	3109.68
财务费用	810.42	904.80	1003.30	1143.55
投资损失	-321.97	-81.92	-218.44	-608.16
营运资金变动	-962.38	389.04	5.03	18.44
其它	355.50	586.92	100.00	90.00
投资活动现金流	-3071.68	-3302.38	-4381.56	-5111.84
资本支出	-2878.76	-3530.00	-4600.00	-5720.00
长期投资	-1045.42	0.00	0.00	0.00
其他	852.49	227.62	218.44	608.16
筹资活动现金流	-3667.96	-1053.06	-48.14	25.64
短期借款	-820.70	-500.00	-100.00	-100.00
长期借款	3644.52	2000.00	3000.00	3500.00
其他	-6491.78	-2553.06	-2948.14	-3374.36
现金净增加额	-498.67	6125.13	6373.14	6901.59

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42748.12	48164.36	51354.39	53837.05
营业成本	35036.00	37559.31	40057.29	41550.45
营业税金及附加	739.46	915.12	975.73	1022.90
营业费用	31.80	33.72	33.38	32.30
管理费用	911.04	915.12	975.73	1022.90
财务费用	822.38	791.72	806.47	855.53
资产减值损失	-54.79	-350.00	-150.00	-150.00
公允价值变动收益	72.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	321.97	81.92	218.44	608.16
营业利润	5085.45	7111.84	7988.79	9192.00
营业外收入	22.23	50.00	70.00	80.00
营业外支出	388.42	180.00	20.00	20.00
利润总额	4719.26	6981.84	8038.79	9252.00
所得税	485.98	768.00	884.27	1017.72
净利润	4233.28	6213.84	7154.52	8234.28
少数股东损益	1444.00	2423.40	2718.72	3129.03
归属母公司净利润	2789.28	3790.44	4435.80	5105.25
EBITDA	7637.06	10243.33	11603.70	13217.21
EPS (元)	1.17	1.59	1.86	2.14

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6.24%	12.67%	6.62%	4.83%
营业利润	-6.82%	39.85%	12.33%	15.06%
归属母公司净利润	-18.38%	35.89%	17.03%	15.09%
毛利率	18.04%	22.02%	22.00%	22.82%
净利率	6.52%	7.87%	8.64%	9.48%
ROE	18.27%	21.68%	22.15%	22.25%
ROIC	11.44%	14.04%	13.71%	13.47%
资产负债率	60.93%	58.09%	55.51%	53.19%
净负债比率	85.75%	51.04%	30.51%	15.64%
流动比率	0.74	1.16	1.55	1.97
速动比率	0.42	0.80	1.18	1.60
总资产周转率	0.81	0.86	0.81	0.74
应收账款周转率	175.15	165.34	173.40	172.51
应付账款周转率	14.68	15.74	15.28	15.09
每股收益	1.17	1.59	1.86	2.14
每股经营现金	2.62	4.40	4.53	5.03
每股净资产	6.41	7.34	8.40	9.63
P/E	13.91	10.24	8.75	7.60
P/B	2.54	2.22	1.94	1.69
EV/EBITDA	6.74	5.03	4.14	3.36
P/S	0.91	0.81	0.76	0.72

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业首席分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn