

# 紫金矿业 (601899.SH)

## 买入(首次评级)

当前价格: 11.61 元

目标价格: 15.23 元

### 资源布局加速, 矿业龙头稳固

#### 投资要点:

➤ **矿产资源加速布局, 稳固矿业龙头地位。**公司一直坚持找矿勘探与资源并购并举, 目前已在中国15个省(区)和海外15个国家拥有重要矿业投资项目, 铜、金、锌(铅)等主营矿种储量、资源量及矿产品产量位居中国领先、全球前10地位。截止2022年底, 公司拥有铜矿资源量7372万吨、金矿资源量3117吨、锌矿资源量989万吨、碳酸锂资源量1215万吨, 其中, 公司拥有铜矿储量相当于中国储量91.8%, 金矿储量相当于中国储量62.7%, 锌矿储量相当于中国储量10.0%, 矿产资源优势明显。

➤ **锂资源板块将打造新成长曲线。**2022年公司相继完成阿根廷3Q锂盐湖、西藏拉果错锂盐湖和湖南道县湘源锂多金属矿的收购, 正式形成“两湖一矿”的锂资源格局。公司目前锂资源量1215万吨, 约居全球主要锂企资源量前10位, 锂资源储量429万吨, 相当于国内全部储量的43%。公司加快投产计划, “两湖一矿”锂项目计划2023年年底一期工程基本建成投产, 并启动二期工程, 达成后碳酸锂总产能达12-15万吨。

➤ **大宗商品基本面长期向好。**宏观层面, 美国衰退预期较大, 美元指数将由强转弱, 利好大宗商品价格。另外, 铜显性库存处于历史低位, 经济复苏+新能源转型加速带动铜需求量增长, 根据测算结果, 2023年铜供需总体处于紧平衡, 铜价重心得到支撑上移。

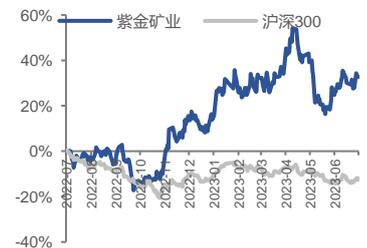
➤ **盈利预测与投资建议:**选取江西铜业、赤峰黄金等公司作为可比公司, 以2023年7月6日收盘价计算, 可比公司2023-2025年预测PE均值分别为14.2/11.5/10.7倍。我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.95/1.12/1.30元/股, 2023年7月6日公司收盘价11.61元, 对应23-25年PE为12.2/10.4/8.9倍, 估值均低于行业平均水平。考虑到紫金矿业的龙头企业地位及多元化资源布局, 结合2023年行业可比公司估值, 给予公司16.0倍PE, 对应目标价15.23元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示:**矿产品价格不及预期, 产能释放不及预期, 海外政策变动风险

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	26327/20525
总市值/流通市值(百万元)	305651/238299
每股净资产(元)	3.44
资产负债率(%)	58.51
一年内最高/最低(元)	13.71/7.35

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号: S0210522090001

邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	225,102	270,329	316,132	363,865	426,074
增长率	31%	20%	17%	15%	17%
净利润(百万元)	15,673	20,042	25,067	29,430	34,153
增长率	141%	28%	25%	17%	16%
EPS(元/股)	0.60	0.76	0.95	1.12	1.30
市盈率(P/E)	19.5	15.3	12.2	10.4	8.9
市净率(P/B)	4.3	3.4	2.8	2.2	1.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

**矿产铜：**该板块是公司毛利贡献最大的板块，占整体毛利的50%以上。根据公司的三年产量规划指引，预计23-25年产量分别为95/105/117万吨；考虑到未来供需关系及宏观因素影响，未来铜价将进一步上涨，预计23-25年伦敦铜价格为8850/8936/8936美元/吨；20-22年板块平均成本为2.01/1.82/1.99万元/吨，假设未来三年成本将维持在前三年平均水平，则毛利率分别为63.67%/64.02%/64.02%。

**矿产金：**该板块是公司业绩来源的第二大板块，约占整体毛利的20%-30%。根据公司产量指引，矿产金产销量将稳步提升，预计23-25年产量分别为72/80/90吨；考虑到美国通胀放缓及衰退预期，预计23-25年伦敦金价格为2000美元/盎司；2022年板块平均成本为192元/克，考虑到矿山品位下降，假设未来三年平均成本将以3%增速增长，则毛利率分别为49.05%/47.52%/45.95%。

**矿产锌：**预计2023-2025年矿产锌产销量为41/42/44万吨；2021/2022年板块平均价格（不含税）为14135/15623元/吨，2022年受欧洲能源危机及宏观因素影响，锌价飙升，随着能源危机的缓解，预计锌价逐步回落，2023-2025年板块平均价格为14000/12000/12000元/吨；2022年板块平均成本8015元/吨，考虑到矿山品位下降，假设未来三年平均成本将以3%增速增长，则毛利率分别为41.03%/29.14%/27.01%。

### 我们区别于市场的观点

**市场担忧近期美国近期经济数据转好，经济衰退或将延期，金价承压。我们认为：**尽管美国新增非农就业人数，失业率等数据转好，但是主因系春季美国工人短缺“几乎是结构性的”。其他核心指标CPI仍处于历史高位，PMI持续下降并跌破枯荣线，长短利率倒挂，通胀持续降温，美联储加息放缓为方向，美国进入实质性衰退的预期大概率将被坐实，远期看美国实际利率水平有望下降，利好黄金价格上涨。

**市场担忧2023年全球铜过剩，铜价承压。我们认为：**今明两年随着全球铜矿新扩建项目的陆续投产以及铜矿生产干扰边际的减轻，铜供给将得到改善。需求方面，中国经济复苏预期带动中国铜消费止跌回升，同时全球新能源产业对铜消费增量的拉动显著，2023年铜供需总体处于紧平衡。宏观层面，美国衰退预期较大，美元指数将由强转弱，叠加铜显性库存处于历史低位，铜价重心得到支撑上移。

### 股价上涨的催化因素

矿产品价格上涨；公司新产能投产进度超预期等。

### 估值与目标

选取江西铜业、云南铜业、赤峰黄金、银泰黄金、驰宏锌锗、中矿资源作为可比公司，以2023年7月6日收盘价计算，可比公司2023-2025年预测PE均值分别为14.2/11.5/10.7倍。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为250.67/294.30/341.53亿元，对应EPS为0.95/1.12/1.30元/股。2023年7月6日公司收盘价11.61元，对应23-25年PE为12.2/10.4/8.9倍，估值均低于行业平均水平。考虑到紫金矿业的龙头企业地位及多元化资源布局，结合2023年行业可比公司估值，给予公司16.0倍PE，对应目标价15.23元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

矿产品价格不及预期，产能释放不及预期，海外政策变动风险

## 正文目录

1	全球铜金矿龙头持续成长	7
1.1	深耕行业三十载，国际化进程加速	7
1.2	公司股权结构较分散	7
1.3	坚持勘探与并购并举，矿业项目全球布局	8
1.4	量价齐升，公司业绩持续亮眼	9
2	黄金易涨难跌，铜将迎来高景气	11
2.1	基本面长期向好，铜价迎来高景气	11
2.1.1	铜矿扩建项目陆续投产带动铜供应持续增长	11
2.1.2	传统行业复苏，新能源增量强劲	15
2.1.3	供需紧平衡，铜价有支撑	19
2.1.4	宏观+供需带动铜价维持上涨态势	20
2.2	欧美经济衰退，金价易涨难跌	20
2.2.1	全球资源分布不均，国内黄金资源稀缺	21
2.2.2	央行储备和避险情绪打开需求空间	22
2.2.3	实际利率决定金价中长期走势	24
3	铜金资源加速布局，锂板块将打造新成长曲线	26
3.1	增储+并购，铜产量快速增长	27
3.2	收购与技改并行，黄金业务步入快车道	32
3.3	锌矿资源保有量丰富，产量维持稳定	36
3.4	“两湖一矿”资源格局正式形成，锂板块将打造新成长曲线	38
3.5	矿产银+铁精矿业务产量稳定	40
4	盈利预测及估值	41
4.1	核心假设	41
4.2	盈利预测	41
4.3	估值及投资建议	42
5	风险提示	43

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	7
图表 2: 公司股权结构图 .....	7
图表 3: 公司境外布局重要矿业项目 .....	8
图表 4: 公司国内布局重要矿业项目 .....	8
图表 5: 公司“三步走”阶段规划 .....	9
图表 6: 2017-2022 年公司营业收入/亿元 .....	9
图表 7: 2017-2022 年公司归母净利润/亿元 .....	9
图表 8: 公司毛利润构成/亿元 .....	10
图表 9: 公司主营业务毛利率 .....	10
图表 10: 矿产铜产量及毛利 .....	10
图表 11: 矿产金产量及毛利 .....	10
图表 12: 矿产锌产量及毛利 .....	10
图表 13: 矿产银产量及毛利 .....	10
图表 14: 期间费用率 .....	11
图表 15: 2022 年全球铜矿资源储量结构 .....	11
图表 16: 2022 年全球铜矿产量分布 .....	11
图表 17: 2022 年全球主要国家铜矿储采比/年 .....	12
图表 18: 全球铜矿产量和同比增速 .....	12
图表 19: 铜矿山平均品位 .....	12
图表 20: 全球铜矿新扩建项目/万吨 .....	13
图表 21: 全球再生铜产量 .....	14
图表 22: 近十年全球和中国铜消费量 .....	15
图表 23: 2022 年各国铜消费占比 .....	15
图表 24: 2021 年我国铜下游消费结构 .....	15
图表 25: 中国电网投资额 .....	16
图表 26: 中国空调、冰箱产量 .....	16
图表 27: 中国汽车产量 .....	16
图表 28: 中国房地产开、竣工面积 .....	16
图表 29: 全球新能源汽车销量 .....	16
图表 30: 全球新能源汽车用铜量 .....	16
图表 31: 我国新增充电桩用铜量 .....	17
图表 32: 全球储能用铜量 .....	17
图表 33: 全球光伏装机容量 .....	18
图表 34: 光伏、风力发电成本 .....	18
图表 35: 全球新增光伏装机容量 .....	18
图表 36: 全球新增光伏装机用铜量 .....	18
图表 37: 全球风电新增装机容量 .....	19
图表 38: 全球风电新增装机用铜量 .....	19
图表 39: 全球铜供需情况 .....	19
图表 40: 美元指数压制铜价 .....	20
图表 41: 通胀预期支撑铜价 .....	20
图表 42: 黄金兼具多重属性 .....	20
图表 43: 2015-2022 年全球黄金总储量 (吨) .....	21
图表 44: 2022 年全球黄金储量分布 .....	21

图表 45: 2022 年全球主要国家黄金产量 (吨)	21
图表 46: 2022 年全球黄金产量分布	21
图表 47: 2012-2022 年国内原料与进口原料黄金产量趋势图 (吨)	22
图表 48: 2015-2022 年全球黄金需求构成情况 (吨)	23
图表 49: 2014-2022 年中国黄金消费量 (吨)	23
图表 50: 2022 年中国黄金消费分布	23
图表 51: 伦敦现货黄金平均价格 (美元/盎司)	24
图表 52: 美国密歇根大学通胀预期持续减弱	25
图表 53: 美国原油价格持续下滑但仍然在高位区间	25
图表 54: 美国 CPI 和核心 CPI 当月同比开始高位回落	25
图表 55: 美国新增非农就业人数和失业率	26
图表 56: 美国制造业 PMI 连续 5 个月跌破枯荣线	26
图表 57: 美国 GDP 同比折年数 GDP 回落	26
图表 58: 美国国债收益率	26
图表 59: 公司保有资源储量	26
图表 60: 公司全球铜矿分布图	27
图表 61: 公司全国铜矿分布图	27
图表 62: 公司主要铜矿山情况	27
图表 63: 卡莫阿铜矿项目外貌一览	28
图表 64: 卡莫阿铜矿股权关系图	28
图表 65: 卡莫阿铜矿基本信息 (截至 2022 年底)	28
图表 66: 丘卡卢-佩吉铜金矿项目外貌一览	29
图表 67: 丘卡卢-佩吉铜金矿上下矿带分布	29
图表 68: 丘卡卢-佩吉铜金矿基本信息 (截至 2022 年底)	29
图表 69: 巨龙铜业项目外貌一览	30
图表 70: 巨龙铜业股权关系图 (最新)	30
图表 71: 巨龙铜矿基本信息 (截至 2022 年底)	30
图表 72: 博尔铜矿基本信息 (截至 2022 年底)	30
图表 73: 科卢韦齐铜 (钴) 矿基本信息 (截至 2022 年底)	31
图表 74: 多宝山铜 (铜) 矿基本信息 (截至 2022 年底)	31
图表 75: 紫金山铜金矿基本信息 (截至 2022 年底)	31
图表 76: 阿舍勒铜矿基本信息 (截至 2022 年底)	31
图表 77: 公司全球金矿分布图	32
图表 78: 公司全国金矿分布图	32
图表 79: 2022 年新增收购金矿情况	32
图表 80: 公司主要金矿山情况	32
图表 81: 武里蒂卡金矿基本信息 (截至 2022 年底)	33
图表 82: 罗斯贝尔金矿基本信息 (截至 2022 年底)	33
图表 83: 奥罗拉金矿基本信息 (截至 2022 年底)	34
图表 84: 诺顿金田基本信息 (截至 2022 年底)	34
图表 85: 泽拉夫尚基本信息 (截至 2022 年底)	34
图表 86: 义兴寨金矿基本信息 (截至 2022 年底)	34
图表 87: 李坝金矿基本信息 (截至 2022 年底)	35
图表 88: 水银洞金矿基本信息 (截至 2022 年底)	35
图表 89: 海域金矿基本信息 (截至 2022 年底)	35
图表 90: 萨瓦亚尔顿金矿基本信息 (截至 2022 年底)	36
图表 91: 公司全球锌矿分布图	36

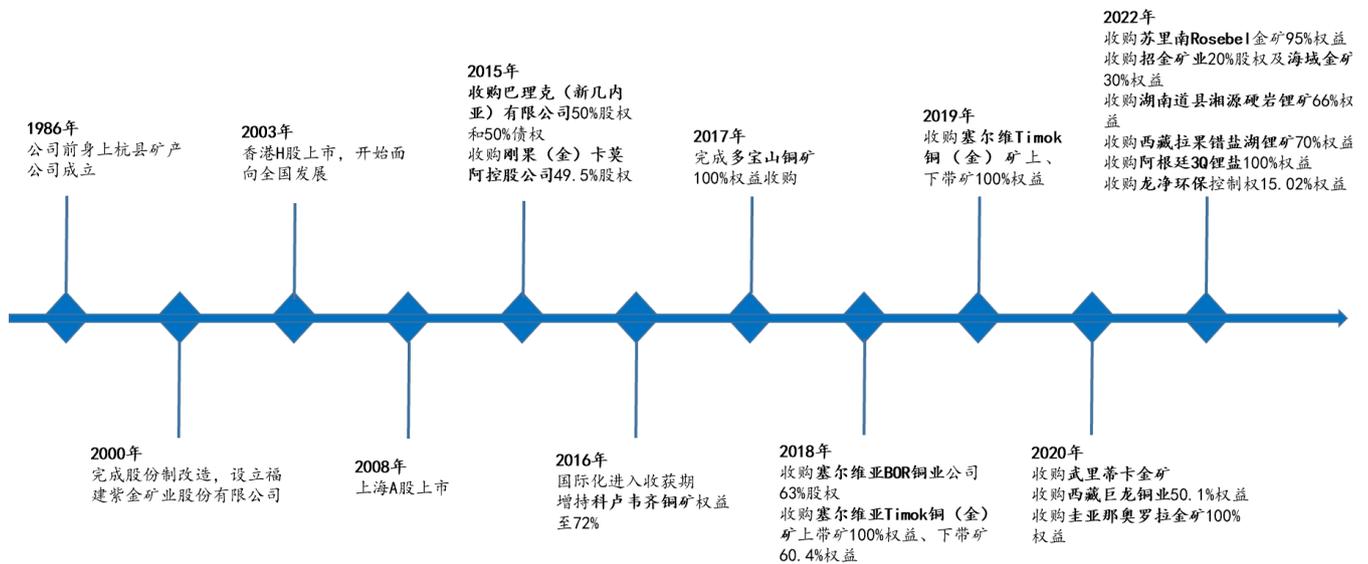
图表 92: 公司全国锌矿分布图 .....	36
图表 93: 公司主要锌(铅)矿山情况 .....	36
图表 94: 碧沙铜锌矿基本信息(截至 2022 年底) .....	37
图表 95: 图瓦锌多金属矿基本信息(截至 2022 年底) .....	37
图表 96: 乌拉根锌(铅)矿基本信息(截至 2022 年底) .....	37
图表 97: 三贵口锌(铅)矿基本信息(截至 2022 年底) .....	37
图表 98: “两湖一矿”并购情况 .....	38
图表 99: 南美“锂三角”及 3Q 项目区位图 .....	38
图表 100: 阿根廷 3Q 锂盐湖基本信息(截至 2022 年底) .....	39
图表 101: 拉果错盐湖区位图 .....	39
图表 102: 拉果错盐湖基本信息(截至 2022 年底) .....	39
图表 103: 湖南道县湘源锂多金属矿化体三维示意图( $Rb_2O \geq 0.1\%$ ) .....	40
图表 104: 道县湘源锂多金属矿基本信息(截至 2022 年底) .....	40
图表 105: 公司主要银矿山情况 .....	40
图表 106: 公司主要铁矿山情况 .....	41
图表 107: 盈利预测 .....	42
图表 108: 可比公司估值(截至 2023 年 7 月 6 日) .....	43
图表 109: 财务预测摘要 .....	44

## 1 全球铜金矿龙头持续成长

### 1.1 深耕行业三十载，国际化进程加速

公司前身为上杭县矿产公司，成立于1986年6月，2000年公司完成股份制改造，设立福建紫金矿业股份有限公司。2003年公司在香港H股上市，2008年在上交所上市。历经多年并购发展，公司主营业务涉及铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查、开发及工程设计和技术应用研究，成为中国头部金属矿业企业，2022年公司位居《福布斯》全球上市公司2000强第325位，在全球资本市场的认可度与影响力不断增强。近些年，公司作为全球矿业市场的重要参与者，积极响应新能源产业革命，以打造“绿色高技术超一流国际矿业集团”为目标，助力中国乃至全球经济增长和可持续发展。

图表 1：公司发展历程

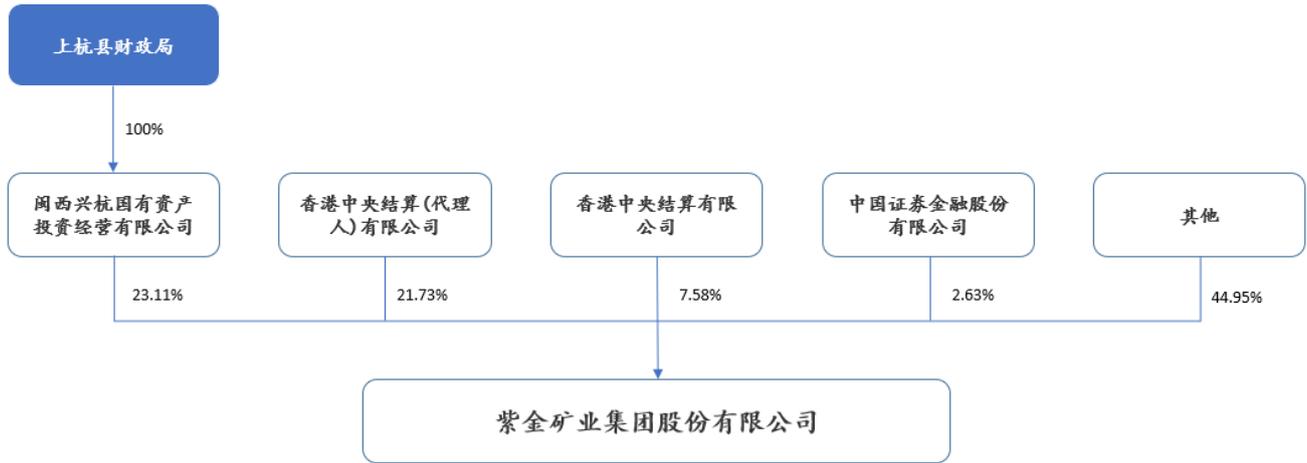


数据来源：公司官网，华福证券研究所

### 1.2 公司股权结构较分散

公司实际控制人为福建省上杭县财政局，股权结构较为分散。公司前十大股东股权占比60.90%，闽西兴杭国有资产投资经营有限公司为公司第一大股东，目前持有公司23.11%的股权，第二大股东为香港中央结算(代理人)有限公司，持股比例为21.73%。

图表 2：公司股权结构图



数据来源：WIND，华福证券研究所

虽然公司为国有控股，但所有权与经营权相分离。作为国有相对控股企业，公司实控人上杭县财政局对董事会及管理层高度信任，基本不对公司业务进行干预，董事会可以按照市场规则及时决策，因此公司拥有快速且高效的决策体制。

### 1.3 坚持勘探与并购并举，矿业项目全球布局

公司一直坚持找矿勘探与资源并购并举。在中国 15 个省（区）和海外 15 个国家拥有重要矿业投资项目，铜、金资源自主勘探比例超过 46%，锌铅自主勘探比例超过 80%，同时公司成功并购一批全球优质矿山，大幅提升矿产资源拥有量。公司主营的铜、金、锌等矿种资源量和储量均为中国领先、世界前十位。截至 2022 年底，公司铜资源量达 7,372 万吨，黄金资源量达 3,117 吨，锌（铅）资源量达 1,118 万吨，银资源量达 1.46 万吨，矿产资源优势明显。公司在提升铜、金等主力金属矿产资源建设的同时兼顾锌、银、铁等高增长金属资源的开发运用；在以矿山开发为主业的同时适度延伸一体化配套冶炼、精炼与加工产业，形成产业链上下游协同效应。

图表 3：公司境外布局重要矿业项目



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 4：公司国内布局重要矿业项目



数据来源：公司官网，华福证券研究所

2021 年公司制定十年“三步走”阶段规划，目前第一阶段已圆满收官。公司 2022 年铜、金、锌资源量进位至全球上市铜企、金企、锌企的第 7、第 9 和第 7 位，新增当量碳酸锂资源量位居全球上市锂企第 9 位；过去三年，公司铜、金产量大幅提升，

铜产量从 37 万吨增至 86 万吨，可位列全球上市铜企前 6 位，矿产金从 41 吨增至 56 吨，进位至全球上市金企第 9 位，公司已形成了显著的行业竞争比较优势。

图表 5：公司“三步走”阶段规划

**第一阶段（2021-2022年）**

主要矿产品产量和主要经济指标跨越增长，经济实力和公司规模显著提升。陇南紫金、山西紫金和哥伦比亚武里蒂卡金矿、澳大利亚诺顿金田、圭亚那奥罗拉金矿等黄金矿山通过技改扩能产量大幅增加；刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿上带矿、西藏驱龙铜矿等一批世界级铜（金）矿床建成投产；争取多个地下斑岩铜矿大规模高效低成本自然崩落法采矿项目开工建设；新项目并购和地质勘查取得进展，初步建成全球化运营管理体系，流程化组织和信息平台建设初见成效。

**第二阶段（2023-2025年）**

在第一阶段高增长的背景下，继续全面开发已有矿产资源，加大地质勘查力度，关注中大型金铜生产型矿业公司并购机会，显著提升主要矿产品资源储量和产量，主要经济指标及效益迈上新台阶，基本达到全球一流金属矿业公司水平。公司基本建成全球化运营管理体系，基本解决国际化人才紧缺问题。

**第三阶段（2026-2030年）**

到 2030 年全面建成高技术效益型特大国际矿业集团，公司进入全新阶段。主要经济指标接近或基本达到全球一流矿业公司水平，控制资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模、利润等综合指标争取进入全球前 3-5 位，同时建成先进的全球运营管理体系，形成全球竞争力和比较竞争优势。

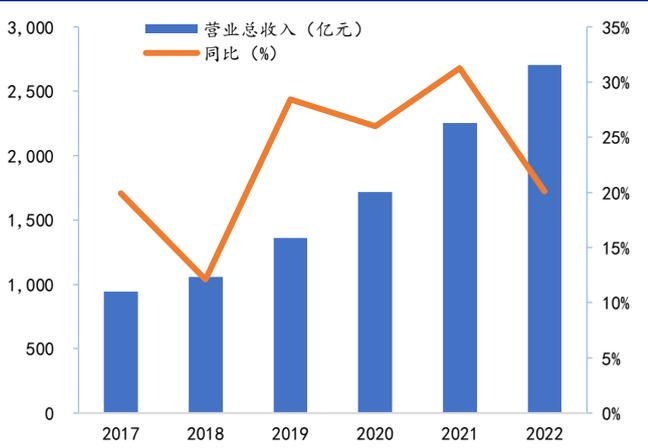


数据来源：公司公告，华福证券研究所

**1.4 量价齐升，公司业绩持续亮眼**

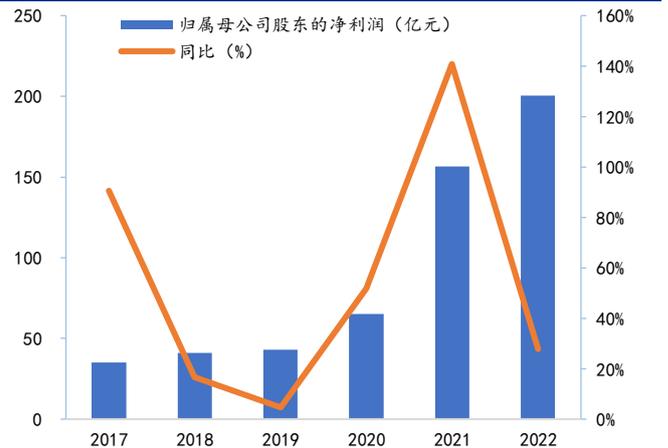
公司营业收入稳步攀升，净利润持续亮眼。2020-2022 年，公司实现营业收入分别为 1715.01/2251.02/2703.29 亿元，归母净利润分别为 65.09/156.73/200.42 亿元。受主营矿产品产量大幅提升的影响，2022 年公司营业收入同比增长 20.09%，归母净利润同比上升 27.88%。

图表 6：2017-2022 年公司营业收入/亿元



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 7：2017-2022 年公司归母净利润/亿元

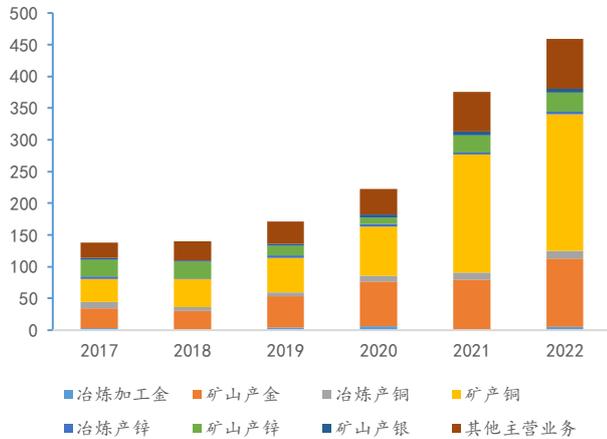


数据来源：WIND，华福证券研究所

矿产铜是公司主要的毛利贡献点，其次是矿产金和矿产锌。2022 年矿产铜、金、锌毛利占比分别为 50.7%、25.3%和 7.2%，毛利率分别为 59.5%、48.0%和 48.7%。2022 年矿产铜业务发展进入快车道，随着资源量和产量的显著提升，矿产铜销售收入同比增长 28.0%，贡献毛利同比增长 15.4%；矿产金板块量价齐升带动销售收入大幅增长，较 2021 年增长 40.8%，贡献毛利同比增长 36.6%；矿产锌销售收入同比

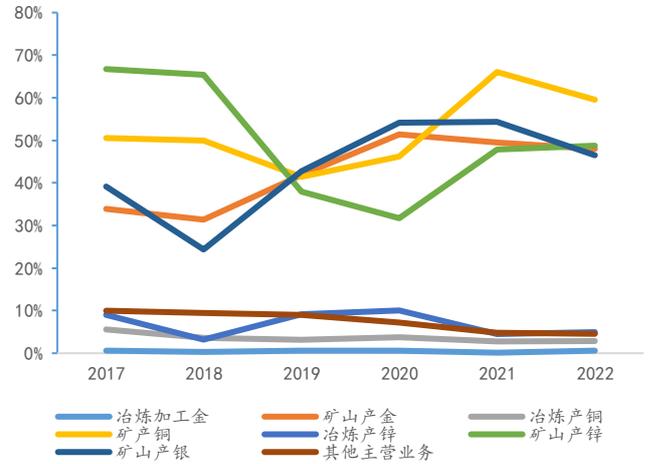
增长 11.2%，贡献毛利同比增长 13.1%。公司其他业务主要包括白银、铁、钴和硫酸的生产，其他业务贡献毛利占比约 18.51%。

图表 8：公司毛利润构成/亿元



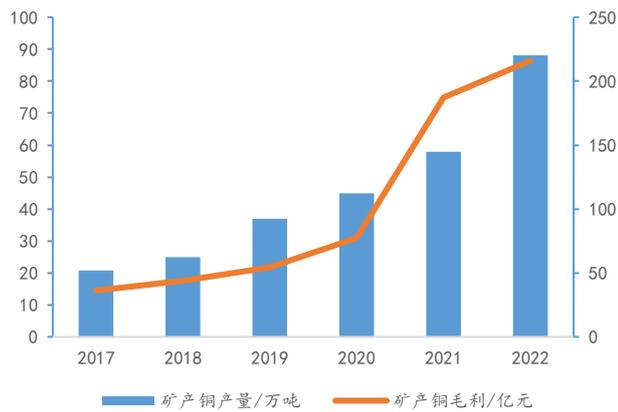
数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 9：公司主营业务毛利率



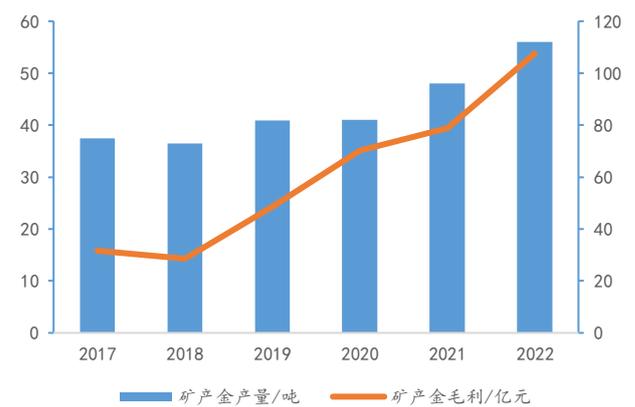
数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 10：矿产铜产量及毛利



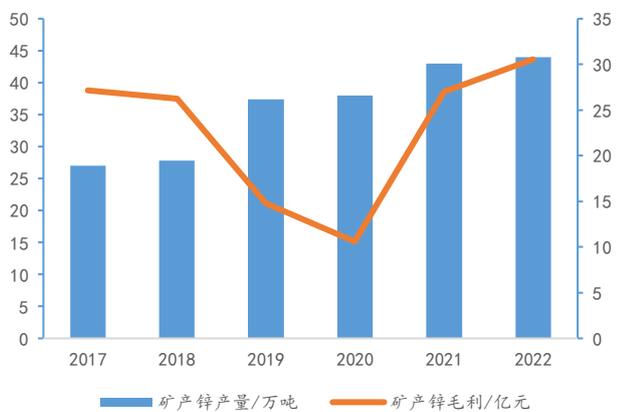
数据来源：WIND，公司年报，华福证券研究所

图表 11：矿产金产量及毛利



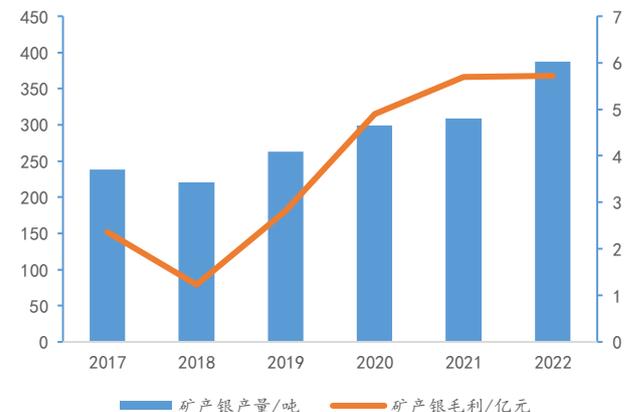
数据来源：WIND，公司年报，华福证券研究所

图表 12：矿产锌产量及毛利



数据来源：WIND，公司年报，华福证券研究所

图表 13：矿产银产量及毛利

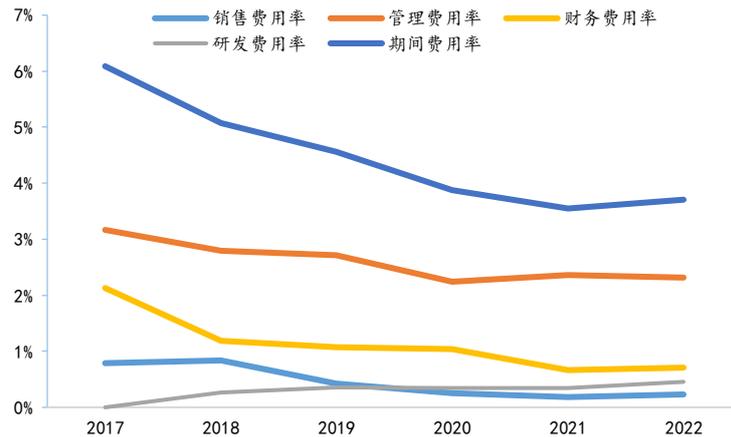


数据来源：WIND，公司年报，华福证券研究所

公司注重四费合理控制。2013-2022 年，公司期间费用率显著降低，主要归功于

公司坚持全流程控制的“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，在成本控制方面形成明显的竞争优势。2022年公司期间费用率为3.71%，相较于2021年略有增加，其中受合并企业的影响，公司销售费用增加2.08亿，同比上升50.36%，管理费用增加9.56亿，同比上升18.02%；由于公司融资规模增加，财务费用同比增加27.30%；公司重视全流程自主技术与工程研发创新项目投入，使得研发费用逐年增长，2022年增加投入4.61亿元，同比增加59.8%。

**图表 14：期间费用率**



数据来源：WIND，华福证券研究所

## 2 黄金易涨难跌，铜将迎来高景气

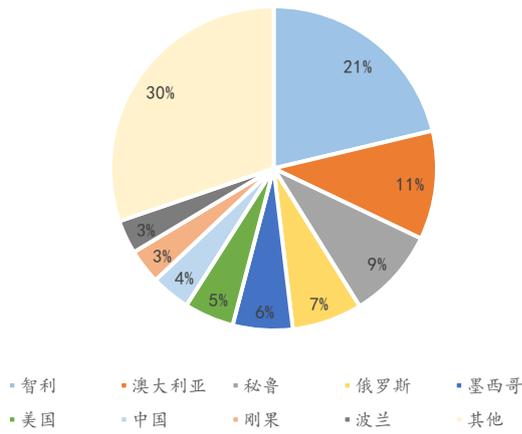
### 2.1 基本面长期向好，铜价迎来高景气

#### 2.1.1 铜矿扩建项目陆续投产带动铜供应持续增长

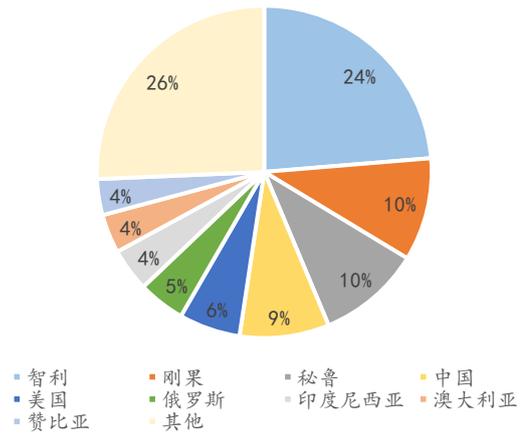
全球铜矿资源丰富，集中度较高。根据美国地质勘查局（USGS）数据显示，截至2022年，全球已探明铜矿资源储量8.9亿吨，主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯、墨西哥等国家，前五大资源国控制了全球约55%的铜矿资源量，我国作为铜需求大国，储量仅有3495万吨，约占全球的4%。从资源开发强度上来看，智利作为全球铜资源储量和开采量均为第一的国家，静态储采比为36.54年，与之相比，我国铜资源开发强度较大，静态储采比仅为18.39年。

**图表 15：2022 年全球铜矿资源储量结构**

**图表 16：2022 年全球铜矿产量分布**

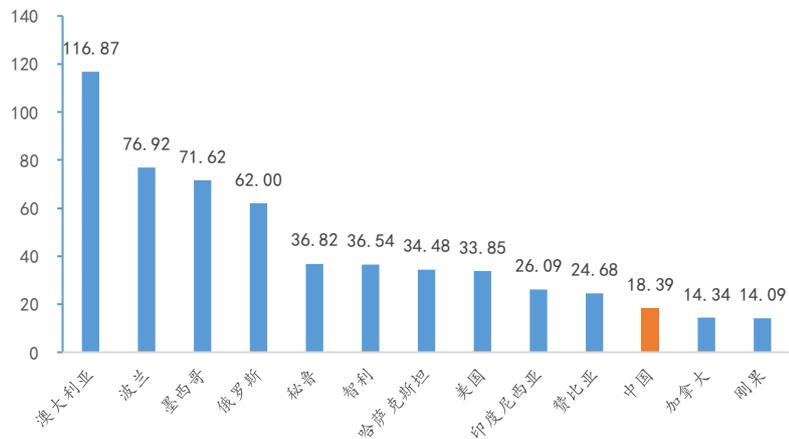


数据来源：USGS，华福证券研究所



数据来源：USGS，华福证券研究所

图表 17：2022 年全球主要国家铜矿储采比/年

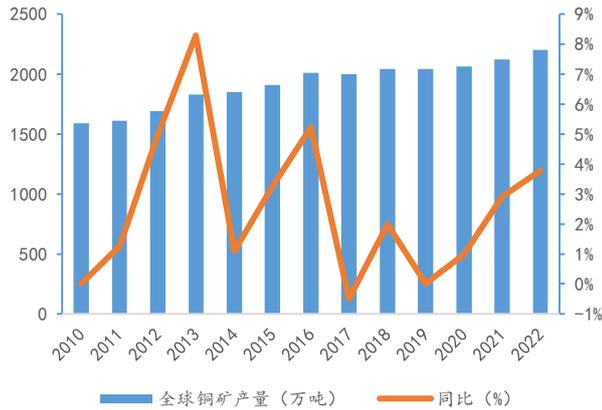


数据来源：USGS，华福证券研究所

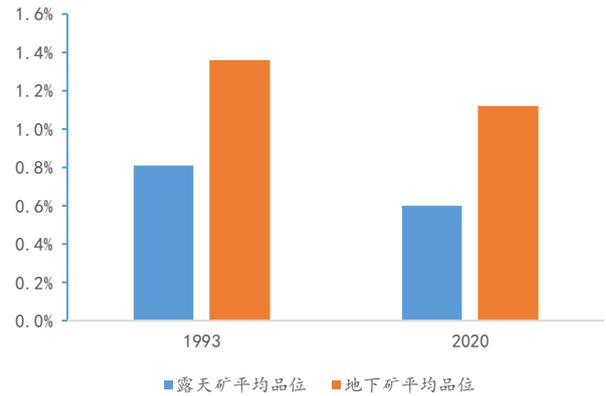
**铜矿产量稳中有升，但涨幅缓慢。**伴随着现代铜采矿业的发展，矿山老龄化、品位下滑等问题已不可避免，这些因素制约了铜精矿供应的增长。据 ICSG、CRU、Woodmac 数据统计，全球铜矿山露天矿平均品位已经由 1993 年的 0.81% 下滑至 0.6% 左右、地下矿平均品位已经由 1993 年的 1.36% 下滑至 1.12%。作为老牌铜矿资源国的秘鲁，还爆发出罢工停产、道路封闭、暴力袭击等社会问题，持续对铜矿的生产和运输端造成干扰。

图表 18：全球铜矿产量和同比增速

图表 19：铜矿山平均品位



数据来源: WIND, 华福证券研究所



数据来源: ICSG, CRU, Woodmac, 华福证券研究所

**铜矿新增产能或在 2023 年达到峰值。**铜矿床勘查周期较长, 根据 S&P Global Market Intelligence 数据显示, 全球最大的 35 个矿山从发现到投产的平均所需时间为 16.9 年, 因此铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支。未来铜矿新扩建项目的陆续投产是全球铜矿供应的重要增量, 根据 SMM, 2023-2025 年全球铜精矿新投产增量分别为 107.2/63.0/46.7 万吨。

**图表 20: 全球铜矿新扩建项目/万吨**

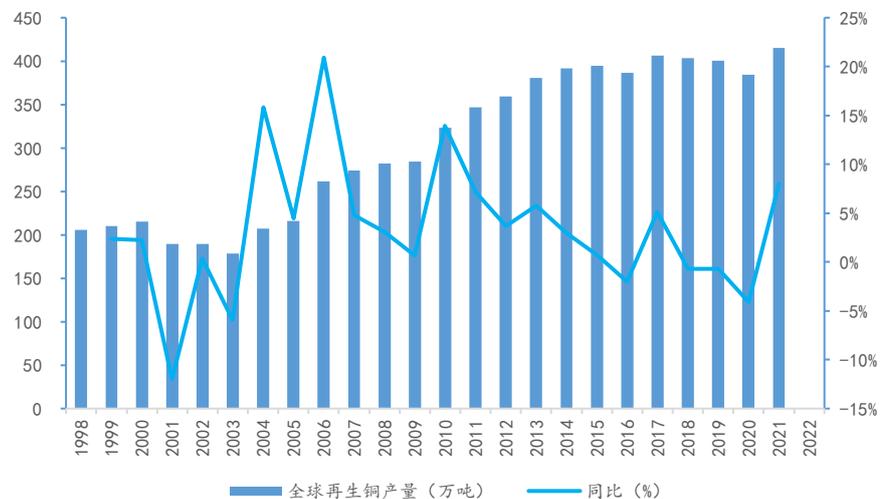
铜矿	国家	2023 年	2024 年	2025 年
城门山	中国	0.0	0.4	0.0
Grasberg	印度尼西亚	6.0	5.0	4.0
巨龙铜矿	中国	4.0	0.0	0.0
Miduk	伊朗	0.3	0.0	0.0
乌奴格吐山	中国	0.6	0.0	0.0
Glogow Glebokki Przemyslowy	波兰	2.0	3.0	3.0
Bor: VK(Veliki Krivelj)	塞尔维亚	2.3	-0.4	2.5
Timok	塞尔维亚	1.0	-1.0	-3.0
Sierrita	美国	-1.8	0.0	0.0
Andina	智利	1.5	-3.1	2.5
Cerro Verde	秘鲁	1.0	0.0	1.0
Chapada	巴西	-0.3	0.0	-0.1
Chuquicamata	智利	5.1	3.7	3.0
Chuqui Radomiro Tomic	智利	2.5	-2.7	1.1
Cobre Panama	巴拿马	2.0	3.0	1.0
Mina Justa(Marcona)	秘鲁	-1.0	-1.0	-2.0
Mirador	厄瓜多尔	0.0	0.0	8.0
Salobo	巴西	2.0	2.0	0.0
Salvador(Rajo Inca Project)	智利	1.0	1.5	0.0
Serrote	巴西	1.0	0.0	0.0
Spence	智利	1.0	1.0	1.0
Cadia	澳大利亚	-0.5	-0.6	-0.5
Carrapateena	澳大利亚	1.0	0.0	2.0
Boseto(Khoemacau)	博茨瓦纳	2.0	2.0	1.0
Dikuluwe-Mashamba	刚果(金)	3.0	4.0	2.0

Kamoa-Kakula	刚果(金)	7.0	12.0	4.0
Konkola Deep	赞比亚	0.5	1.5	0.5
Palabora	南非	1.5	1.5	0.0
Aktogay	哈萨克斯坦	2.0	1.0	0.0
Tominsky	俄罗斯联邦	0.0	0.0	0.0
Al Hadeetha	阿曼	0.6	0.1	0.0
Pedra Branca(Carajás East)	墨西哥	0.3	1.0	0.4
Pilares Project	墨西哥	1.0	0.5	0.0
Boa Esperança	巴西	1.8	0.5	0.0
Mantoverde	智利	0.0	2.5	1.5
Pachapaqui	秘鲁	0.0	0.0	0.2
Quebrada Blanca Phase 2	智利	24.5	2.8	2.8
Quellaveco	秘鲁	10.0	8.0	6.0
Asmara	厄立特里亚	0.0	1.4	2.5
Musonoi	刚果(金)	1.0	1.0	0.5
T3 Project	博茨瓦纳	1.2	1.8	-0.3
Tsumeb	纳米比亚	0.1	0.2	0.4
Chernogorskoye	俄罗斯联邦	0.5	0.5	0.7
Udokan	俄罗斯联邦	6.0	2.0	1.0
Tenke Fungurume	刚果(金)	5.6	7.0	0.0
Kisanfu	刚果(金)	8.0	1.0	0.0
<b>合计</b>		<b>107.2</b>	<b>63.0</b>	<b>46.7</b>

数据来源：SMM，华福证券研究所

**再生铜是铜供应的重要补充。**通过回收生产过程中的铜碎料以及生产生活中使用过的旧废铜进行再次冶炼可获得再生铜，而旧废铜作为一种再生资源，其回收利用不仅能缓解铜矿资源匮乏的现状，也符合当前节能减排和环保的要求。2014 年至今，全球再生铜产量保持在较稳定的水平，再生铜产量从 2014 年的 392 万吨增长至 2022 年的 420 万吨，年复合增长率 0.9%。

图表 21：全球再生铜产量

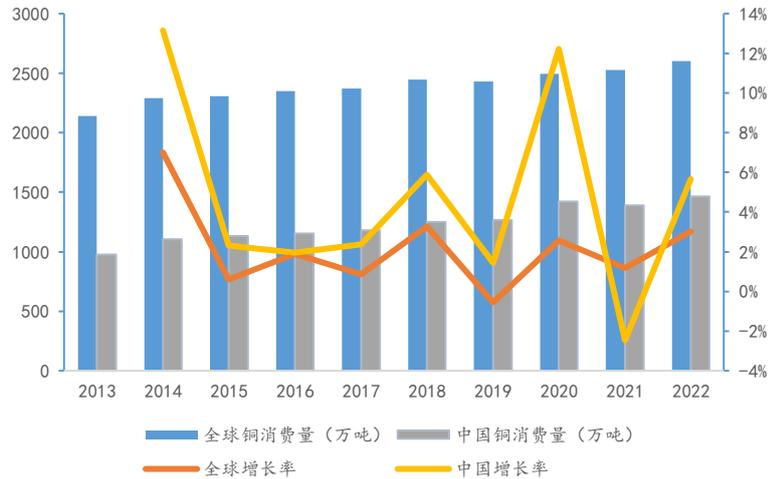


数据来源：WIND，华福证券研究所

### 2.1.2 传统行业复苏，新能源增量强劲

2022 年全球精炼铜消费量高达 2600 万吨，10 年复合增速为 2.2%，而中国这十年间的铜消费从 977 万吨增长到 1466 万吨，年复合增速为 4.6%，远高于全球平均水平。受疫情冲击影响，中国 2021 年消费需求疲软下滑，铜消费罕见下降 2.5%。

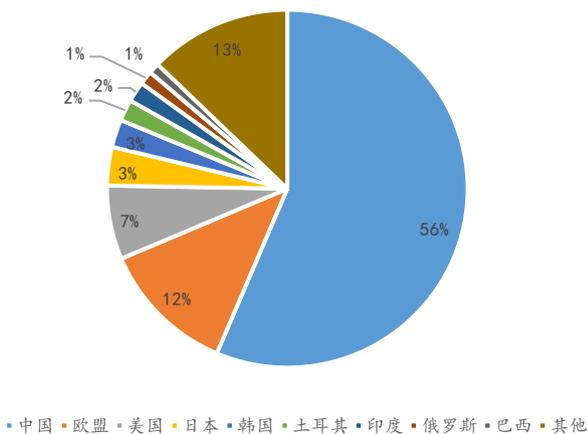
图表 22：近十年全球和中国铜消费量



数据来源：WIND，华福证券研究所

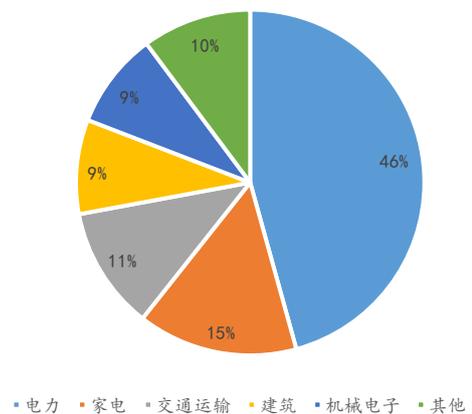
中国作为全球最大的铜消费国家，铜消费全球占比逐渐提高，2022 年铜消费占比已提升至 56%，对全球铜业及铜价有重要影响。我国铜下游消费以电力、家电、交通运输、建筑、机械电子为主，其中电力行业消费占比近半高达 46%。未来随着国内政策对传统消费的大力刺激以及新能源产业持续向好，我国铜消费有望进一步增长。

图表 23：2022 年各国铜消费占比



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 24：2021 年我国铜下游消费结构



数据来源：SMM，华福证券研究所

经济政策接续加力，国内传统行业消费迎来复苏。2022 年我国传统行业消费放缓，电网投资维持超 5000 亿元水平，同比增速下滑至 1%；空调、汽车等增幅同比下降，处于低增长阶段；房地产行业继续下行，新开工和竣工面积持续负增长。2023 年我国走出疫情时代，稳经济一揽子政策措施密集出台，经济回升态势趋于明朗，国

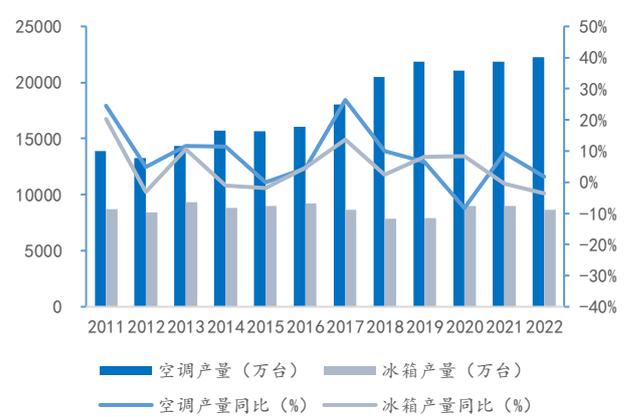
内传统行业消费将迎来复苏，带动中国铜消费止跌回升。

图表 25: 中国电网投资额



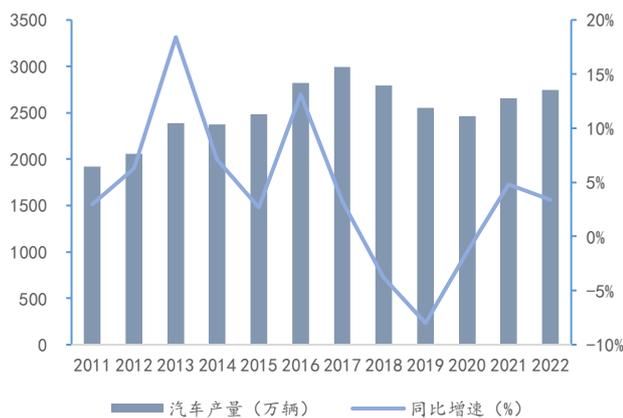
数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 26: 中国空调、冰箱产量



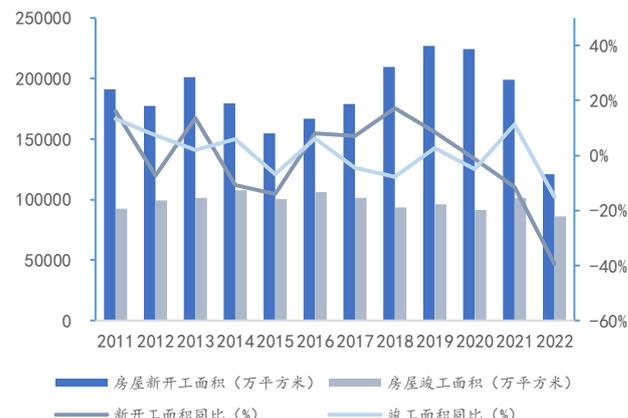
数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 27: 中国汽车产量



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 28: 中国房地产开、竣工面积



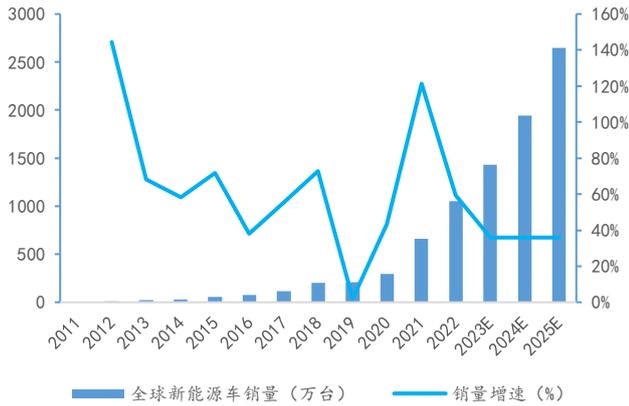
数据来源: WIND, 华福证券研究所

**新能源展现蓬勃生机。**区别于传统行业对铜消费的稳定需求，新能源产业持续高景气是铜消费增长的主要拉动力。在工业化和城镇化进程已趋于饱和的背景下，经济结构转型背后也是传统领域需求减弱和新兴领域需求扩张的切换过程，需求端会更加关注新能源产业链对铜金属边际增量需求拉动。

**1) 新能源汽车产业。**近十年，新能源汽车产业快速发展。根据 EV-Volumes 统计，2022 年全球新能源汽车销量达 1052 万辆。我们预计 2023-2025 年新能源汽车销量分别为 1430/1945/2645 万辆，对应用铜量为 76.1/103.5/140.7 万吨，新增用铜分别为 20.1/27.4/37.2 万吨。

图表 29: 全球新能源汽车销量

图表 30: 全球新能源汽车用铜量



数据来源: IEA, EV-Volumes, 华福证券研究所

年份	全球新能源车销量 (万辆)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	660	35.1	
2022	1052	56.0	20.9
2023E	1430	76.1	20.1
2024E	1945	103.5	27.4
2025E	2645	140.7	37.2

数据来源: IEA, EV-Volumes, 华福证券研究所

**2) 新能源车高增速带动配套充电桩需求。**充电桩的主要用铜部件为充电模块、接插件电线电缆和各种开关。据 Mysteel 数据,一台公用交流式充电桩用铜 8kg,一台公用直流式充电桩用铜 60kg,一台私人桩用铜约 2kg。在车桩比不断下降的态势下,预计 2023-2025 年我国新增充电桩对应用铜量为 8/11/16 万吨。

**图表 31: 我国新增充电桩用铜量**

年份	新增充电桩数量 (万个)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	117.4	3	
2022	253.8	6	3
2023E	368.5	8	3
2024E	520	11	3
2025E	712.7	16	4

数据来源: 中汽协, 中国充电联盟, 华福证券研究所

**3) 储能行业快速崛起。**随着储能市场投资规模不断加大,产业链布局不断完善,应用场景不断延伸,储能行业加速崛起。我们预计 2023-2025 年全球储能新增装机量分别为 159.84/245.27/357GWh,对应每年新增用铜量为 5.5/6.4/8.4 万吨。

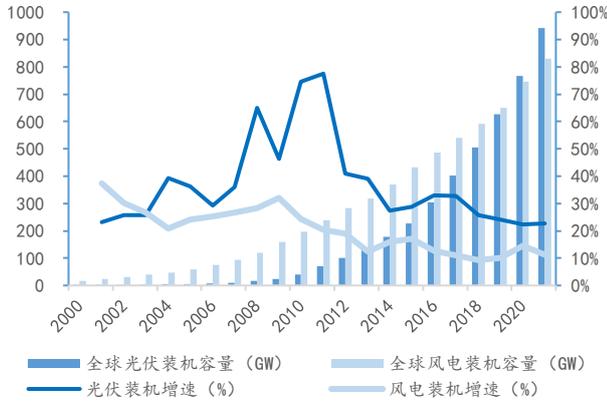
**图表 32: 全球储能用铜量**

年份	储能新增装机量 (GWh)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	66.22	5.0	
2022	86.55	6.5	1.5
2023E	159.84	12.0	5.5
2024E	245.27	18.4	6.4
2025E	357.00	26.8	8.4

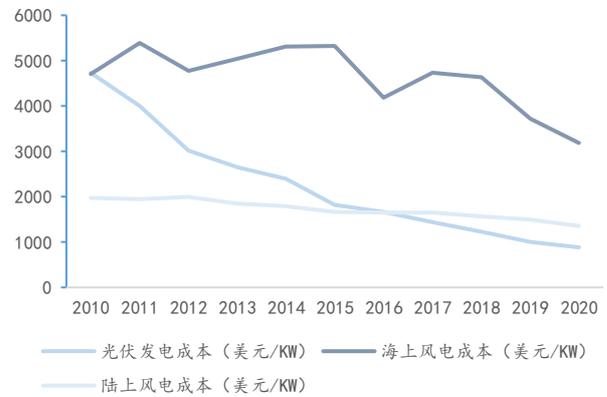
数据来源: IEA, IRENA, CPIA, 华福证券研究所

**4) “光伏+风力”发电驶入快车道,发电成本进一步下降。**俄乌冲突引发的全球能源危机,促使“光伏+风力”发电驶入发展快车道。Wind 数据显示,2021 年全球光伏发电装机总容量达 942GW,年增幅 23%;风电装机总容量达 829GW,年增幅 11%。近年来随着发电科技的不断发展成熟,叠加全球能源危机导致的化石燃料和电力价格成本高企,使得利用光伏和风力发电在经济上更具可行性。根据国际可再生能源署 (IRENA) 数据显示,全球可再生能源发电装机成本近十年大幅下降,其中光伏

发电装机成本从 2010 年的 4731 美元/KW 降至 2020 年的 883 美元/KW，成本降幅达 81.3%；海上风电、陆上风电的装机成本在这十年中分别下降 32.3%和 31.3%。

**图表 33：全球光伏装机容量**


数据来源：WIND，华福证券研究所

**图表 34：光伏、风力发电成本**


数据来源：IRENA，华福证券研究所

太阳能光伏发电因其清洁、安全、便利、高效等特点，已成为世界各国普遍关注和重点发展的新兴产业。此背景下，全球光伏发电产业增长迅猛，产业规模不断扩大，产品成本持续下降。据 IEA、Wood Mackenzie 数据，全球光伏市场新增装机量从 2014 年的 40.6GW 增长至 2021 年的 175GW，年均复合增长率超过 20%。我们预测，2022 年全球新增光伏装机容量将达到 240GW，2023-2025 年新增光伏装机达到 350/460/580GW，分别增长 46%/31%/26%。铜在光伏发电系统中主要用于连接器、电缆和逆变器等，根据 IEA 预计，光伏发电用铜量约为 2.8 吨/兆瓦，据此测算，预计 2023-2025 年全球光伏建设用铜量分别为 98.8/129.8/163.7 万吨。

**图表 35：全球新增光伏装机容量**


数据来源：IEA，IRENA，CPIA，华福证券研究所

**图表 36：全球新增光伏装机用铜量**

年份	新增光伏装机 (GW)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	175	49.4	
2022	240	67.7	18.3
2023E	350	98.8	31.0
2024E	460	129.8	31.0
2025E	580	163.7	33.9

数据来源：IEA，IRENA，CPIA，华福证券研究所

风力发电不仅环保，且可产生巨大电能，因此越来越受到世界各国的重视。根据全球风能理事会 (GWEC) 的数据，2021 年全球海上风电新增装机 21.1GW，全球陆上风电新增装机 72.5GW，全球新增风电装机整体下降 2%。据 GWEC 预测，2022-2025 年全球新增风电装机容量将回到正增长分别为 7%/2%/3%/13%。铜在风电领域主要用于电缆、发电机和变压器等，相较陆上风电，海上风电各组件的铜使用强度均

有所提升。根据 IEA 预计，海上风电系统装机用铜量约为 8 吨/兆瓦，陆上风电系统装机用铜量约为 2.9 吨/兆瓦。据此测算，预计 2023-2025 年全球风电装机用铜量约为 36.1/37.5/47.1 万吨。

**图表 37：全球风电新增装机容量**


数据来源：GWEC，华福证券研究所

**图表 38：全球风电新增装机用铜量**

	2021	2022	2023	2024	2025
海上风电装机 (GW)	21.1	8.7	12.5	13.5	24.5
用铜量 (万吨)	16.9	7.0	10.0	10.8	19.6
新增用铜 (万吨)		-9.9	3.0	0.8	8.8
陆上风电装机 (GW)	72.5	91.9	89.9	92.2	94.9
用铜量 (万吨)	21.0	26.7	26.1	26.7	27.5
新增用铜 (万吨)		5.6	-0.6	0.7	0.8
<b>合计</b>	<b>37.9</b>	<b>33.6</b>	<b>36.1</b>	<b>37.5</b>	<b>47.1</b>

数据来源：IEA，GWEC，华福证券研究所

### 2.1.3 供需紧平衡，铜价有支撑

目前铜显性库存处于历史低位，根据 ICSG 数据，2022 年全年铜消费缺口约为 36 万吨。伴随 23-25 年全球铜精矿新扩建项目的陆续投产以及铜矿生产干扰边际的减轻，精炼铜供给或分别增长 126/83/99 万吨。需求端，作为全球铜消费最大的国家，2023 年中国传统行业消费将迎来复苏，带动中国铜消费止跌回升，同时考虑到新能源汽车、储能、光伏发电、风力发电等新能源产业对铜消费增量的边际拉动，预计新能源相关产业将在未来三年带来 93/91/115 万吨的铜消费增量。由于 2023 年铜矿产能大量释放铜供需总体处于紧供需平衡状态，随着产能释放减缓同时下游消费维持增长，24-25 年铜供需缺口将扩大至 11/27 万吨。

**图表 39：全球铜供需情况**

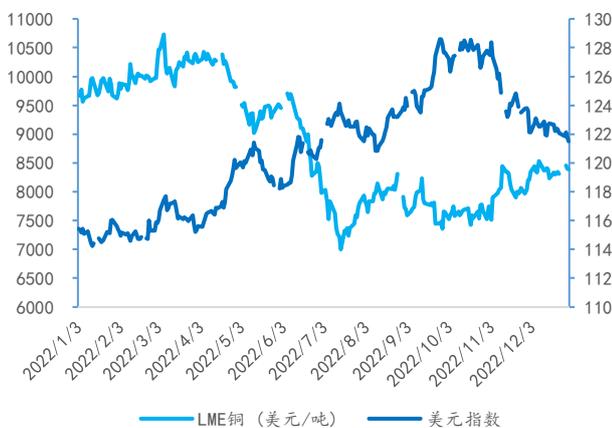
	2022	2023E	2024E	2025E
新扩建项目	/	107	63	47
铜矿产能	2703	2810	2873	2920
铜矿产量	2180	2304	2385	2482
原生铜	2145	2267	2346	2442
再生铜	420	423	427	431
精炼铜产量	2564	2690	2773	2872
新增铜消费量	/	93	91	115
其中：传统需求	/	31	22	22
新能源车	/	20	27	37
充电桩	/	3	3	4
储能	/	5	6	8
光伏发电	/	31	31	34
风力发电	/	2	1	10
精炼铜表观消费量	2600	2693	2784	2899
<b>供需平衡</b>	<b>-36</b>	<b>-3</b>	<b>-11</b>	<b>-27</b>

数据来源：ICSG，IEA，华福证券研究所

### 2.1.4 宏观+供需带动铜价维持上涨态势

铜的宏观属性较强，受美元指数和通胀预期影响较大。2022年铜价整体重心下移，呈现急跌慢涨的局面。年初，受经济复苏和宽松货币政策的影响，叠加持续的地缘政治风险和能源危机继续推高通胀水平，铜价在历史高位震荡上行，伦铜在3月份创出10730美元/吨的历史新高；此后，国内疫情反复对消费市场带来“点刹”，加之以美联储为代表的各国央行在高通胀压力下开启激进加息，市场对欧美经济衰退的担忧进一步加剧，铜价在美元指数的压制下于年中快速大幅回落，跌至7231美元/吨，较高点跌超33%；进入四季度后，在国内防疫政策优化和美联储加息放缓预期的支撑下，市场情绪得到修复，叠加库存低位等因素，铜价企稳回升。我们认为，欧美放缓加息节奏的确定性较强，伴随着美元指数由强转弱，铜价重心得到支撑上移。

图表 40: 美元指数压制铜价



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 41: 通胀预期支撑铜价



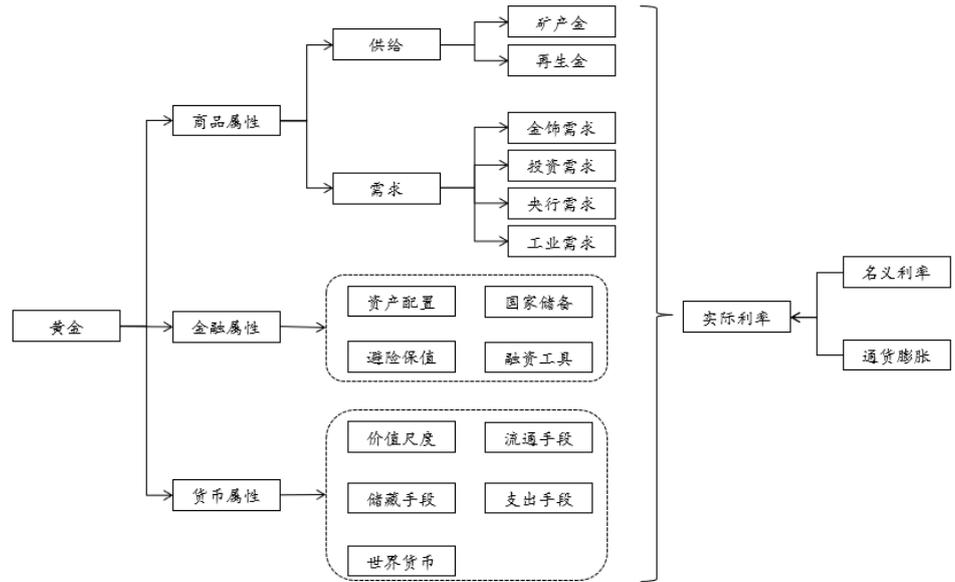
数据来源: WIND, 华福证券研究所

结合铜未来供需情况以及宏观层面判断，我们预计2023-2025年LME铜现货价格将维持上涨态势，分别为8850/8936/8936美元/吨。

## 2.2 欧美经济衰退，金价易涨难跌

黄金具有商品、金融和货币三大特点，但价格分析以实际利率为主。作为有色贵金属，黄金同时具备商品属性、金属属性和货币属性三大属性，因此与传统有色金属价格受到供需关系影响不同，黄金价格影响因素众多，包含通胀率、名义利率、汇率、避险需求、各国央行储备需求、黄金首饰需求等多种因素，但是价格分析以实际利率为主。

图表 42: 黄金兼具多重属性

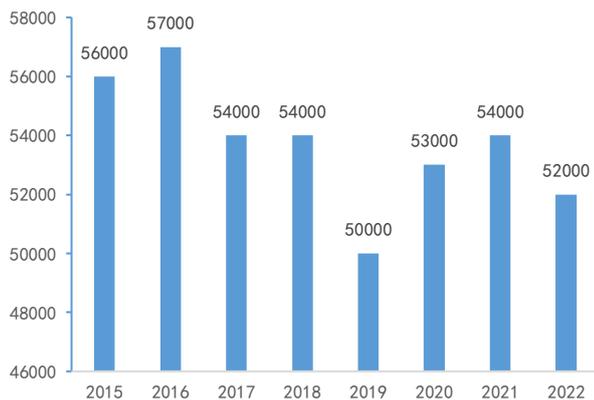


数据来源：华福证券研究所

### 2.2.1 全球资源分布不均，国内黄金资源稀缺

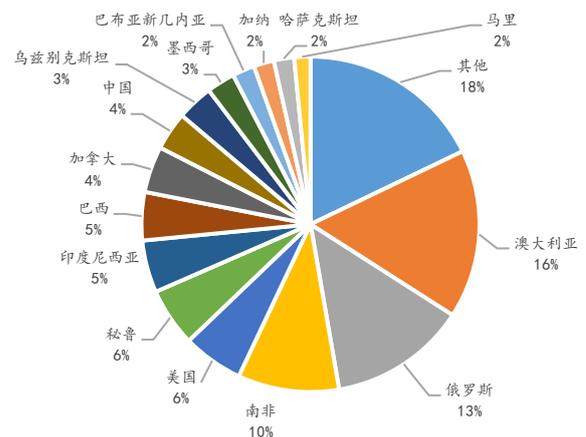
2022 年全球黄金储量约为 5.2 万吨，中国黄金储量约为 0.19 万吨，仅占全球黄金储量 3.7%。根据美国地质调查局 (USGS) 统计数据，截至 2022 年末，全球黄金储量约为 5.2 万吨，其中澳大利亚黄金储量 8.4 万吨，是全球保有黄金储量最大的国家，占全球黄金储量比例约为 16.2%；中国保有黄金储量约为 0.19 万吨，占全球黄金储量比例约为 3.7%。

图表 43：2015-2022 年全球黄金总储量 (吨)



数据来源：USGS，华福证券研究所

图表 44：2022 年全球黄金储量分布



数据来源：USGS，华福证券研究所

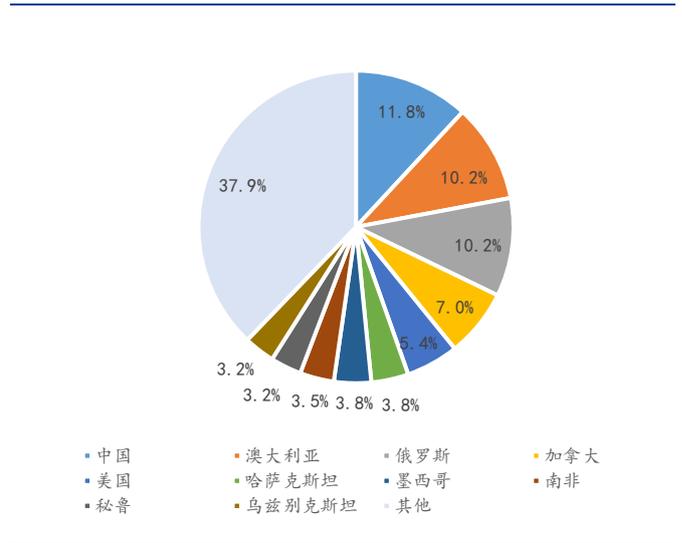
中国是全球最大的矿产金生产国，产量为 372 吨，占全球产量 11.8%。根据世界黄金协会的划分标准，全球黄金的供给主要由矿产金、再生金、生产商净对冲额构成。矿产金和再生金是全球黄金供给的主要来源，2022 年占全球黄金总需求的比例分别为 76%和 24%。2022 年全球矿产金总产量约 3142 吨，中国是全球最大的矿产金生产国，产量为 372 吨，占全球产量 11.8%。

图表 45：2022 年全球主要国家黄金产量 (吨)

图表 46：2022 年全球黄金产量分布

国家	产量	占比
中国	372	11.8%
澳大利亚	320	10.2%
俄罗斯	320	10.2%
加拿大	220	7.0%
美国	170	5.4%
哈萨克斯坦	120	3.8%
墨西哥	120	3.8%
南非	110	3.5%
秘鲁	100	3.2%
乌兹别克斯坦	100	3.2%
其他	1190	37.9%
共计	3142	100%

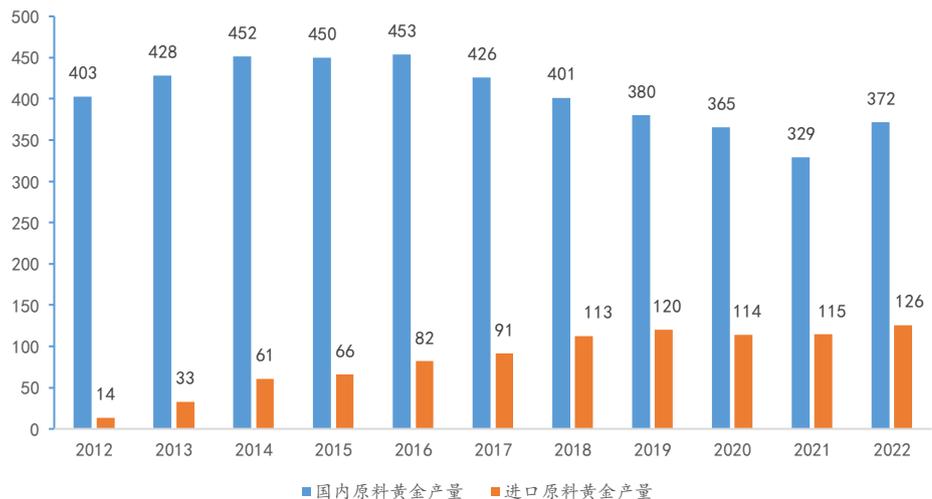
数据来源：USGS，中国黄金协会，华福证券研究所



数据来源：USGS，中国黄金协会，华福证券研究所

**进口原料黄金产量占比逐年提高。**2012-2016年，随着国内黄金行业发展，国内自有原料黄金产量持续呈现增长趋势，2016年达到最高点453吨；2017年随着供给侧改革的不断推进，国内金矿采选行业积极响应国家生态文明建设，转变发展方式、优化产业结构，部分处于自然保护区内的矿山有序退出，部分技术装备落后及不符合国家安全环保要求的矿山减产或关停整改，行业从规模速度型向高质量效益型的转变，黄金产量持续下降。相反的是，2012年开始随着“一带一路”战略的实施，国内黄金企业开始布局海外金矿资源，国内进口原料黄金产量持续上升。同时2016年国内自有原料黄金产量开始下降之后，国内黄金冶炼加工企业通过提高进口原料采购规模保证产能利用率。

**图表 47：2012-2022 年国内原料与进口原料黄金产量趋势图（吨）**



数据来源：中国黄金协会，华福证券研究所

### 2.2.2 央行储备和避险情绪打开需求空间

根据世界黄金协会，黄金需求由黄金饰品需求、投资用金需求、中央银行需求和工业用金需求四大类构成。2015-2022年，全球黄金需求整体平稳，黄金饰品需求和投资用金需求所占的比重较大，约占69%-85%。2020年全球黄金需求下降了约

15.5%，原因系受全球新冠肺炎疫情影响，全球消费市场受到冲击，避险情绪较高，导致黄金饰品需求大幅减少，投资用金需求大幅增加。2022 年全球黄金需求为 4741 吨，较 2021 年增长约 18.1%，已从新冠肺炎疫情带来的冲击中逐步恢复。

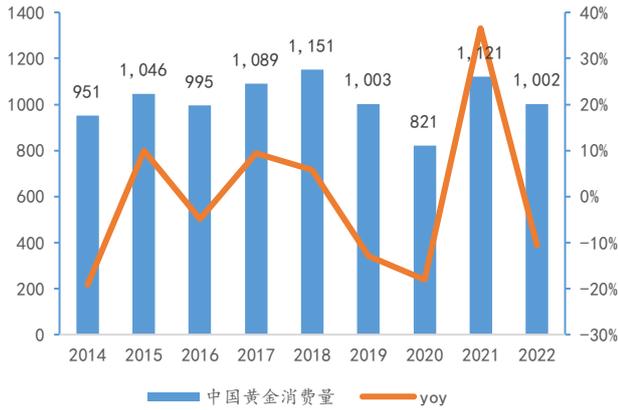
**图表 48：2015-2022 年全球黄金需求构成情况（吨）**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>金饰制造</b>	<b>2,479</b>	<b>2,019</b>	<b>2,257</b>	<b>2,290</b>	<b>2,152</b>	<b>1,324</b>	<b>2,231</b>	<b>2,190</b>
金饰消费	2,461	2,105	2,242	2,250	2,127	1,398	2,148	2,086
金饰库存	18	-86	15	40	25	-74	83	104
<b>科技</b>	<b>332</b>	<b>323</b>	<b>333</b>	<b>335</b>	<b>326</b>	<b>303</b>	<b>330</b>	<b>309</b>
电子用金	262	256	266	268	262	249	272	252
其他行业	51	50	51	51	50	42	47	47
牙科	19	18	16	15	14	12	11	10
<b>投资</b>	<b>967</b>	<b>1,614</b>	<b>1,315</b>	<b>1,164</b>	<b>1,271</b>	<b>1,796</b>	<b>1,002</b>	<b>1,107</b>
金条和金币总需求量	1,091	1,073	1,044	1,090	871	904	1,191	1,217
金条	790	797	780	776	583	542	811	791
官方金币	224	208	188	242	221	293	295	335
奖章/仿制金币	76	68	76	73	67	69	85	91
黄金 ETFs 及类似产品	-124	541	271	74	400	892	-189	-110
<b>各国央行和其他机构</b>	<b>580</b>	<b>395</b>	<b>379</b>	<b>656</b>	<b>605</b>	<b>255</b>	<b>450</b>	<b>1,136</b>
<b>黄金需求（制造基础）</b>	<b>4,357</b>	<b>4,351</b>	<b>4,284</b>	<b>4,445</b>	<b>4,355</b>	<b>3,678</b>	<b>4,013</b>	<b>4,741</b>
yoy	<b>-0.9%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-15.5%</b>	<b>9.1%</b>	<b>18.1%</b>
顺差/逆差	84	428	376	330	522	1,048	670	14
<b>总需求</b>	<b>4,441</b>	<b>4,779</b>	<b>4,660</b>	<b>4,775</b>	<b>4,876</b>	<b>4,726</b>	<b>4,682</b>	<b>4,755</b>
yoy	<b>-1.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>1.5%</b>

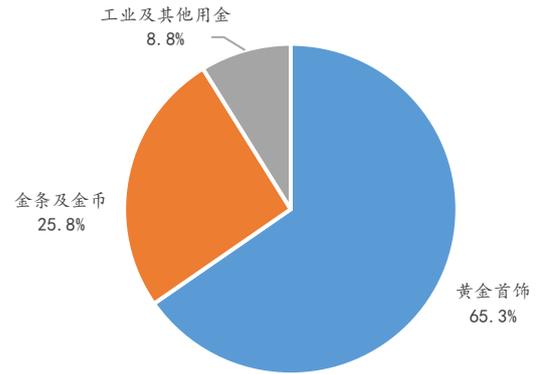
数据来源：世界黄金协会，华福证券研究所

**2022 年国内黄金消费量 1001.74 吨，同比下降 10.63%。**2014 年至 2018 年，我国黄金产品的消费规模整体呈现缓慢增长趋势；2019 年受经济增长放缓及黄金市场价格大幅提升的影响，黄金消费量有所下降；2020 年受新冠肺炎疫情影响，国内黄金消费量大幅下降；2021 年在我国统筹经济发展和疫情防控工作的显著成效下，国内黄金消费总体保持恢复态势。2022 年在国家高效统筹疫情防控成效下，黄金首饰消费在年初经历了强劲复苏，此后受国内疫情多点散发影响，黄金首饰消费明显下滑，消费量为 654.32 吨，同比下降 8.01%；实物黄金投资金条受国内金价持续处于高位及汇率波动等因素影响，需求量整体下滑，消费量为 258.94 吨，同比下降 17.23%；国内金价上涨和需求收缩导致工业及其他用金也出现回落，消费量为 88.48 吨，同比下降 8.55%。

**图表 49：2014-2022 年中国黄金消费量（吨）**
**图表 50：2022 年中国黄金消费分布**



数据来源：中国黄金协会，华福证券研究所



数据来源：中国黄金协会，华福证券研究所

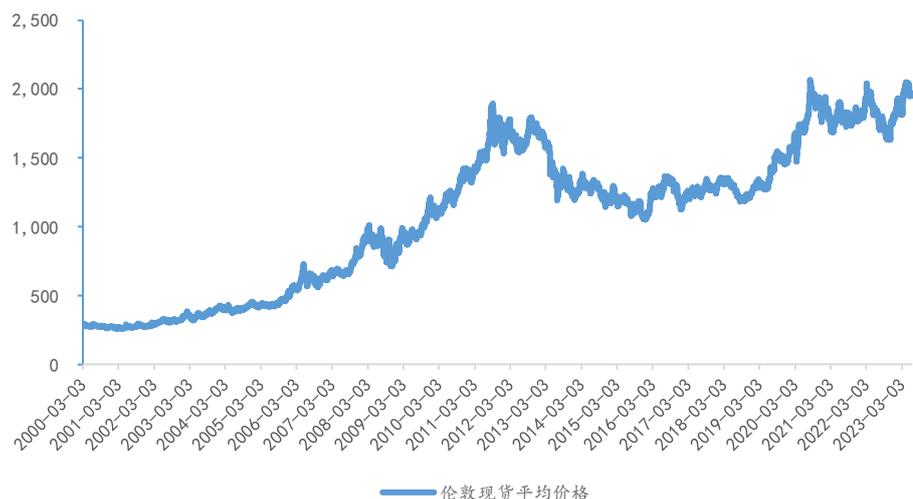
### 2.2.3 实际利率决定金价中长期走势

美国实际利率对黄金价格的影响最为直接，黄金的价格走势与实际利率呈现较高的负相关关系。若实际利率提升，美元价值提升，美元指数走强，投资黄金的预期回报低于其他金融产品，黄金价格受到抑制；反之，实际利率走低，美元指数随之走弱，黄金的投资价值将会凸显。

**通货膨胀及名义利率直接影响实际利率。**通货膨胀率与实际利率呈负相关，通常以美国 CPI 指标进行衡量，原油价格同比也是美国 CPI 同比的同步指标。名义利率与实际利率呈正相关，一般参考美国十年期债券收益率，美联储加息政策影响名义利率，加息的判断依据通常是根据通胀水平、就业率和美国自身经济增速等指标。

2000 年至 2011 年，受互联网泡沫破裂、伊拉克战争爆发和金融危机等因素影响，美元持续贬值，推动黄金价格持续上涨；2012 年以后，金融危机影响逐步消退，全球和美国经济开始复苏，避险情绪消退，黄金价格开始下降，而后黄金价格处于震荡期；从 2019 年开始，受美国经济走弱预期、全球化新冠肺炎疫情和俄乌战争的影响，全球实行量化宽松政策，刺激了黄金的保值需求，国际金价进入快速上涨通道。

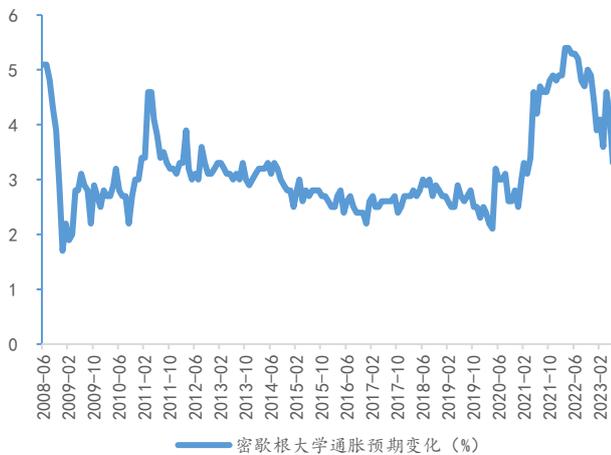
图表 51：伦敦现货黄金平均价格（美元/盎司）



数据来源：WIND，华福证券研究所

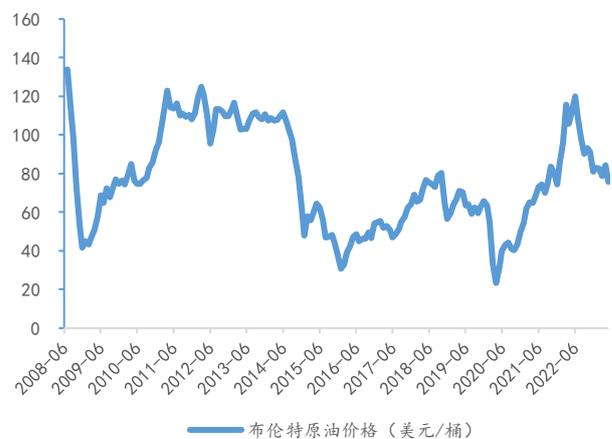
**美国通胀持续降温，美联储加息放缓为方向。**目前美国通胀水平维持于70年代后高位，但是整体处于下行趋势。2022年美国密歇根大学通胀预期逐步减弱，截止至2023年6月为3.30%；与美国CPI同比的同步指标原油价格从2022年年中的高位开始回落，截止至2023年5月为75.70美元/桶，较高位下降了37.0%；美国CPI和核心CPI当月同比开始高位回落。从2022年3月开始，美联储共计加息10次，累计加息500个基点，美国的通胀水平尽管离预期2%有一定差距，但方向可控，加息节奏为放缓。

**图表 52：美国密歇根大学通胀预期持续减弱**



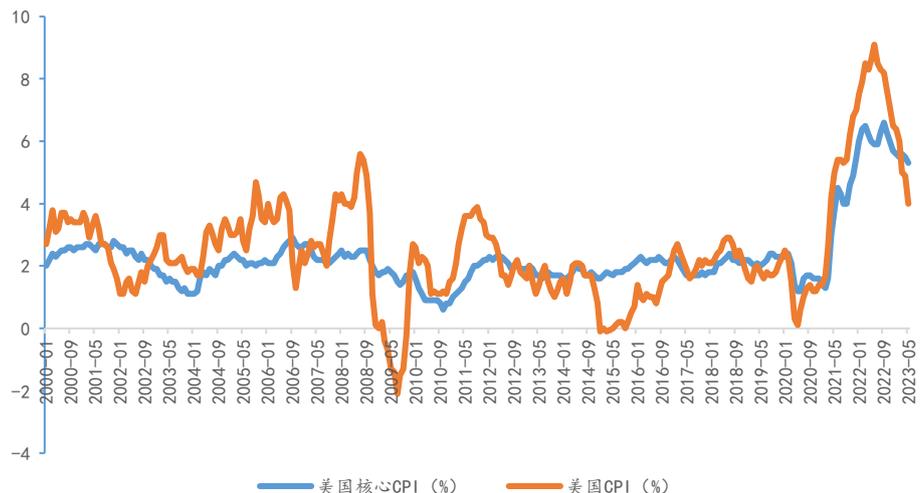
数据来源：WIND，华福证券研究所

**图表 53：美国原油价格持续下滑但仍然在高位区间**



数据来源：WIND，华福证券研究所

**图表 54：美国 CPI 和核心 CPI 当月同比开始高位回落**

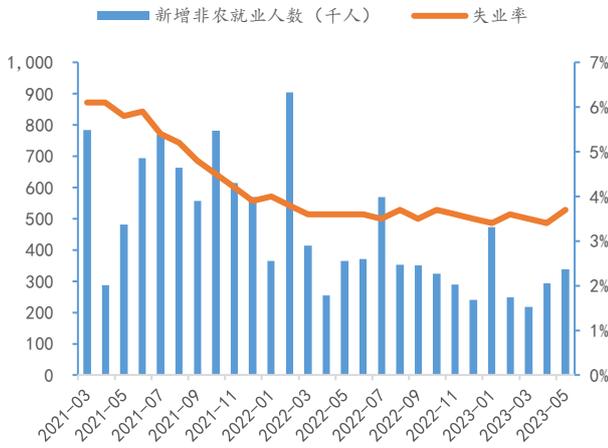


数据来源：WIND，华福证券研究所

**新增非农就业人数收窄，制造业 PMI 持续下降并连续 7 个月跌破枯荣线。**美国新增非农就业人数增加幅度变小，尽管一月新增非农就业人数为 33.9 万人，远超预期 19 万人，主因系美国工人短缺“几乎是结构性的”，远期看仍然是收窄趋势。美国 ISM 制造业 PMI 自 2021 年 3 月的高位 64.7 下降至 2023 年 5 月的 46.9，连续 7 个

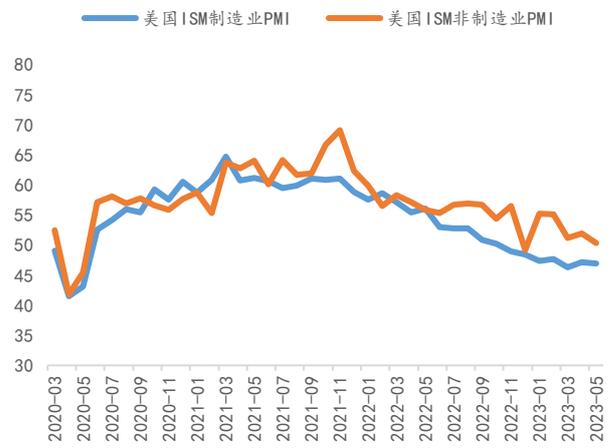
月跌破枯荣线，表明目前经济景气度持续下滑。

图表 55: 美国新增非农就业人数和失业率



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 56: 美国制造业 PMI 连续 5 个月跌破枯荣线



数据来源: WIND, 华福证券研究所

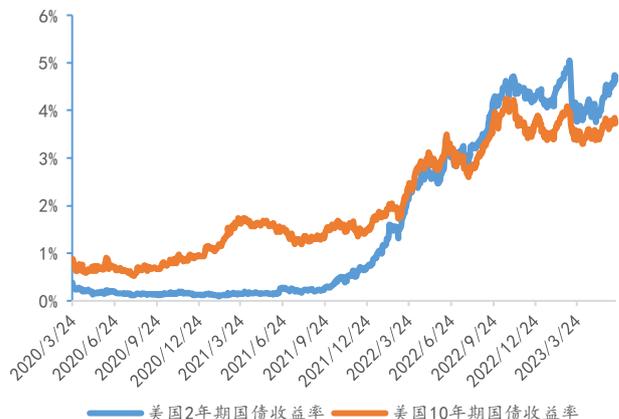
**美国经济衰退利好金价上涨。**美国 2022 年第四季度 GDP 同比折年数为 0.88%，处于历史低位水平。自 2022 年下半年以来，美国 2 年期美债收益率与 10 年期美债收益率倒挂严重，是近 40 年来最严重的倒挂。长短利率倒挂可能是经济衰退的预警信号，同时显示投资者对市场未来走势悲观，美国进入实质性衰退的预期大概率将被坐实，远期看美国实际利率水平有望下降，利好黄金价格上涨。

图表 57: 美国 GDP 同比折年数 GDP 回落



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 58: 美国国债收益率



数据来源: WIND, 华福证券研究所

### 3 铜金资源加速布局，锂板块将打造新成长曲线

矿产资源是矿业公司生存和发展的基础，公司秉持这一理念积极完善资源布局，目前铜、金、锌（铅）等主营矿种储量、资源量及矿产品产量位居中国领先、全球前 10 地位。截止 2022 年，公司拥有铜矿资源量 7372 万吨、金矿资源量 3117 吨、锌矿资源量 989 万吨、碳酸锂资源量 1215 万吨，其中，公司拥有铜矿储量相当于中国储量 91.8%，金矿储量相当于中国储量 62.7%，锌矿储量相当于中国储量 10.0%。

图表 59: 公司保有资源储量

矿种	单位	储量	资源量	储量/资源量	中国储量	占比
铜矿	金属万吨	3,209.44	7,371.86	44%	3495	91.8%
金矿	金属吨	1,190.99	3,117.39	38%	2964	40.2%
锌矿	金属万吨	419.51	988.60	42%	4423	9.5%
铅矿	金属万吨	60.42	129.73	47%		
银	金属吨	1,864.18	14,611.80	13%		
碳酸锂	LCE 万吨	429.05	1,215.21	35%		
钼	金属万吨	154.45	302.00	51%		
钨矿	WO <sub>3</sub> 万吨	2.75	9.29	30%		
锡矿	金属万吨	5.15	15.02	34%		
铁矿	矿石亿吨	1.19	4.78	25%		
煤炭	亿吨	-	2.44	0%		
铂矿	金属吨	21.56	640.70	3%		
钯矿	金属吨	22.11	490.42	5%		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 3.1 增储+并购，铜产量快速增长

公司铜产量和储量均位居国内第一。据 2022 年中国矿产资源报告显示，我国铜矿储量为 3494.79 万吨，公司铜矿储量相当于国内的 91.8%；根据中国有色金属工业协会最新数据，2022 年我国矿产铜产量为 187.4 万吨，公司矿产铜产量为 87.7 万吨，公司铜矿产量相当于国内的 47%。

图表 60：公司全球铜矿分布图



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 61：公司全国铜矿分布图



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司铜矿资源优质，铜产量增长速度快。本世纪全球新发现的前五大铜矿山中，公司占三座，分别为刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜（金）矿和西藏巨龙铜矿，公司完成收购后积极实施投建，目前三座铜矿均已进入第一阶段的生产，并实现资源储量持续增长。2022 年公司新增矿产铜 29 万吨，增量贡献约占全球净增量的 40%，是全球矿产铜增长最多的公司。

图表 62：公司主要铜矿山情况

名称	持有权益	矿产铜 (吨)	权益产铜 (吨)
刚果 (金) 卡莫阿铜业 (权益)	44.98%	150,013	150,013
刚果 (金) 科卢韦齐铜矿	72%	128,233	92,328
西藏巨龙铜业	50.10%	114,977	57,603
塞尔维亚紫金矿业	100%	111,021	111,021
黑龙江多宝山	100%	110,568	110,568
塞尔维亚紫金铜业	63%	92,977	58,575
福建紫金山铜金矿	100%	86,012	86,012
阿舍勒铜矿	51%	44,136	22,509
厄立特里亚碧沙矿业	55%	17,098	9,404
吉林珲春紫金	100%	12,138	12,138
其他		10,144	7,944
<b>总计</b>		<b>877,317</b>	<b>718,115</b>

数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司加快铜矿的技改及扩建项目，2023 年有望实现矿产铜 95 万吨，远期 2025 年实现矿产铜 117 万吨。我们对公司重点矿山进行如下梳理：

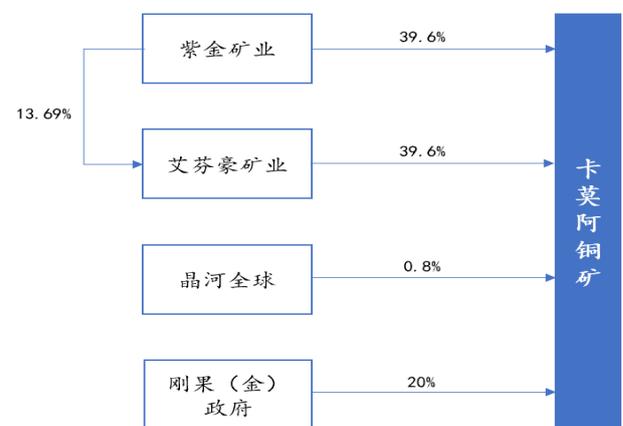
1) 刚果 (金) 卡莫阿铜矿——全球第四大铜矿山。2015 年公司抓住矿产资源价值被严重低估的机会，出资收购艾芬豪公司持有的卡莫阿控股公司 49.5% 的股权，2016 年为后续更好的开展合作向刚果 (金) 政府转让卡莫阿铜业 15% 股权，目前紫金矿业是卡莫阿-卡库拉铜矿的最大权益持有者，合计权益约 45%。卡莫阿铜矿增储速度快，2015 年收购之初，铜矿拥有铜资源量 2416 万吨，平均品位 2.54%，通过不断勘探，截至 2022 年底资源储量已达 4312 万吨，平均品位 2.54%，目前卡莫阿北富矿脉和卡莫阿远北区仍在继续钻探，未来储量有望进一步扩大。公司对卡莫阿铜矿建设开发分为三个阶段，第一阶段目标为一期、二期选厂的综合设计产能提升至 920 万吨/年，铜产能提升至约 45 万吨/年，目前已基本达成；第二阶段将会建设三期 500 万吨/年选厂，计划于 2024 年第四季度投产；第三阶段将在 2030 年启动四期 500 万吨/年选厂扩建工程，将矿山综合处理能力提升至 1,920 万吨/年，使得项目维持年产 60 万吨铜的时间延长 10 年。

图表 63：卡莫阿铜矿项目外貌一览



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 64：卡莫阿铜矿股权关系图



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 65：卡莫阿铜矿基本信息（截至 2022 年底）

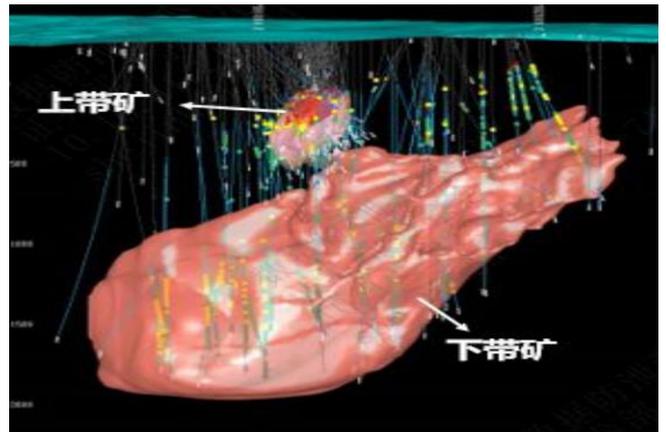
地理位置	刚果(金)卢阿拉巴省	技改及扩建	项目一期选厂于2021年5月建成投产,二期选厂于2022年3月建成投产,同时通过一年技改实现年产铜达45万吨以上,成为全球第四大铜矿山;三期扩建及年产50万吨阳极铜冶炼厂计划2024年10月建成投产,届时年产能达到62万吨;当项目产能提升至矿石处理量1900万吨/年,将成为全球第二大产铜矿山,年产铜80万吨。
持股比例	45% (含通过艾芬豪持有)		
矿床类型	沉积变质改造型		
资源量	铜: 4312万吨@2.54%		
产量指引	2022年: 铜33.3万吨(100%权益) 2023年: 铜42.3万吨(100%权益)		

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**2) 塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜(金)矿——欧洲第二大铜矿。**丘卡卢-佩吉铜金矿为高品位超大型铜金矿,分上部矿带和下部矿带,上带资源为高品位铜金矿,下带资源为巨大的斑岩铜矿,公司于2019年完成收购丘卡卢-佩吉铜金矿上带矿及下带矿100%权益。上部矿带于2021年10月正式投产,上部有超高品位铜矿,达产后预计年均产铜9.14万吨、产金2.5吨,年产量峰值预计产铜13.5万吨、产金6.1吨,2022年生产矿产铜达11.1万吨;下部矿带采用崩落法大规模开发,目前已完成预可研设计,正在推进前期征地、竖井工勘、矿山井巷工程等前期工作。

**图表 66: 丘卡卢-佩吉铜金矿项目外貌一览**


数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

**图表 67: 丘卡卢-佩吉铜金矿上下矿带分布**


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

**图表 68: 丘卡卢-佩吉铜金矿基本信息 (截至 2022 年底)**

地理位置	塞尔维亚波尔市	产量指引	2022年: 铜11.1万吨, 金4.7吨
持股比例	100.00%		2023年: 铜12.0万吨, 金5.1吨
矿床类型	高硫浅成热液型+斑岩型	技改及扩建	下部矿带采用崩落法大规模开发已完成预可研设计,正在推进前期工作及证照办理
资源量	上带矿: 铜145万吨@2.63% 金76吨@1.37克/吨 下带矿: 铜1855万吨@0.76% 金385吨@0.16克/吨		

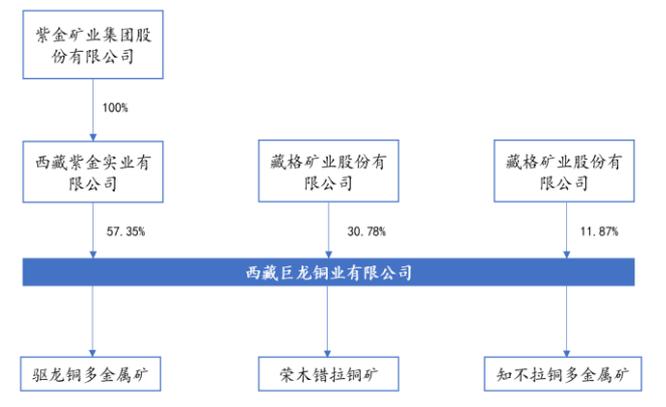
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**3) 巨龙铜业——国内最大的铜矿。**公司于2020年7月收购西藏巨龙铜业50.1%股权,巨龙铜业旗下有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿和知不拉铜多金属矿三个矿权,其中,驱龙铜多金属矿铜资源量达1000万吨,是目前国内已探明的第一大铜矿,除此之外,巨龙铜业矿区还存在大量低品位铜矿资源,远景资源量可望突破2000万吨。

2022 年巨龙铜业矿产铜 11.5 万吨，随着二期改扩建项目的推进，2023 年有望实现 15.2 万吨产量。

**图表 69：巨龙铜业项目外貌一览**


数据来源：公司官网，华福证券研究所

**图表 70：巨龙铜业股权关系图（最新）**


数据来源：WIND，华福证券研究所

**图表 71：巨龙铜矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	西藏自治区拉萨市	产量指引	2022 年：铜 11.5 万吨，钼 2330 吨
持股比例	50.10%		2023 年：铜 15.2 万吨，钼 3940 吨
矿床类型	斑岩型+矽卡岩型	技改及扩建	一期工程于 2021 年 12 月建成投产，拟分阶段实施二、三期工程，其中二期 20 万吨/日改扩建筹备正在推进，二、三期全面建成后可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨，年产铜 60 万吨
资源量	铜：1890 万吨@0.33% 银：13143 吨@2.51 克/吨 钼：115.71 万吨@0.02%		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**4) 博尔铜矿。**2018 年公司通过增资扩股方式获取博尔铜矿 63% 股权，博尔铜矿拥有 JM、VK、NC、MS 等 4 座铜矿山和 1 个冶炼厂，矿山位于欧亚成矿带上，成矿远景好，找矿潜力大。自收购以来，公司加快推进下设 4 座矿山和冶炼厂技改扩建，MS 矿千万吨级技改扩建项目于 2021 年 10 月建成投产；VK 矿新增 4 万吨/天技改项目于 2022 年下半年完成；JM 矿由填充法变更为崩落法采矿，力争 2025 年底建成投产。

**图表 72：博尔铜矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	塞尔维亚波尔市	产量指引	2022 年：铜 9.3 万吨，金 2.6 吨
持股比例	63.00%		2023 年：铜 12.0 万吨，金 2.4 吨
矿床类型	高硫浅成热液型+斑岩型	技改及扩建	JM 矿由填充法变更为崩落法采矿，力争 2025 年底建成投产
资源量	铜：1079 万吨@0.45% 金：380 吨@0.16 克/吨		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**5) 科卢韦齐铜（钴）矿。**公司于 2014 年收购科卢韦齐铜矿 51% 股权，为了增强对该铜矿的控制，2016 年再次收购科卢韦齐铜矿 21% 股权，目前合计持有该铜矿 72% 股权。科卢韦齐铜矿包含 Kolwezi 和 Noyka 两个矿段，矿区面积 3.359 平方公里，铜储量 240 万吨。该矿区是公司在非洲创新实践的成功典范，其一期设计建设期 2.5 年，实际建设期 2 年；二期仅用 9 个月完成建设，创造非洲矿山建设的“紫金速

度”。项目整体具备年产 10 万吨金属铜、3000 吨钴的生产能力，另外，低品位矿石综合利用项目一期工程于 2021 年 12 月顺利投料试产，可新增矿石处理能力 2,500 吨/天。

**图表 73: 科卢韦齐铜（钴）矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	刚果（金）科卢韦奇市	产量指引	2022 年：铜 12.8 万吨，钴 2506 吨
持股比例	72.00%		2023 年：铜 12.6 万吨，钴 2387 吨
矿床类型	沉积变质改造型	技改及扩建	无
资源量	铜：240 万吨@3.91% 钴：6.47 万吨@0.11%		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**6) 多宝山铜（钼）矿。**黑龙江多宝山铜矿是公司核心铜矿之一，于 2021 年被国家自然资源部纳入“全国绿色矿山”名录，已形成选矿处理能力为 8 万吨/天，年产铜金属超过 10 万吨。项目将实施铜山铜矿崩落法采矿工程，计划 2024 年投产。

**图表 74: 多宝山铜（钼）矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	黑龙江省黑河市嫩江县	产量指引	2022 年：铜 11.1 万吨，钼 2246 吨，金 2.6 吨
持股比例	100.00%		2023 年：铜 10 万吨，钼 1800 吨
矿床类型	斑岩型	技改及扩建	铜山铜矿 II 号矿体崩落法采矿工程加速推进，力争 2024 年 7 月份建成投产。
资源量	铜：249 万吨@0.41% 钼：7.7 万吨@0.01% 金：65 吨@0.12 克/吨		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**7) 紫金山铜金矿。**紫金山金铜矿是紫金矿业的发源地，金矿开发始于 1993 年，铜矿始于 2002 年，目前已探明资源储量金矿从 5.45 吨增加到 300 吨以上，铜矿远景资源储量超过 500 万吨金属量。该铜矿项目将开展外围罗卜岭铜矿崩落法采矿的研究，同时开展新一轮找矿增储勘探。

**图表 75: 紫金山铜金矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	福建省龙岩市上杭县	产量指引	2022 年：铜 8.6 万吨，金 1.93 吨
持股比例	100.00%		2023 年：铜 8.6 万吨
矿床类型	浅成低温热液-斑岩型	技改及扩建	外围罗卜岭铜矿崩落法采矿研究正在推进，同时开展新一轮找矿增储勘探
资源量	铜 125 万吨@0.47%		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**8) 阿舍勒铜矿。**新疆阿舍勒铜矿是公司核心铜矿之一，目前拥有 225 万吨/年处理能力。

**图表 76: 阿舍勒铜矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	哈巴河县	产量指引	2022 年：铜 4.4 万吨
持股比例	51.00%		2023 年：铜 4.1 万吨
矿床类型	块状硫化物铜锌矿床	技改及扩建	无
资源量	铜：55.8 万吨@1.9%		

锌：26.8 万吨@0.9% 金：8.5 吨@0.29 克/吨
------------------------------------

数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 3.2 收购与技改并行，黄金业务步入快车道

公司是国内最大的矿产金生产企业。据《中国矿产资源报告 2022》数据显示，我国金矿储量为 2964 吨，公司金矿储量相当于国内的 40.2%；根据中国黄金协会统计，2022 年我国矿产金产量为 295.42 吨，公司矿产金产量为 56.4 吨，公司黄金产量相当于国内的 19.0%。

**图表 77：公司全球金矿分布图**


数据来源：公司官网，华福证券研究所

**图表 78：公司全国金矿分布图**


数据来源：公司官网，华福证券研究所

黄金业务步入快车道，资源量及产能显著提升。2022 年公司先后投资并购了萨瓦亚尔顿金矿 70% 权益、南美洲最大在产露天金矿苏里南罗斯贝尔金矿、中国最大单体金矿海域金矿 30% 权益、招金矿业 20% 权益等，全年新增资源量约 682 万吨，约占黄金总资源的 22%，新增金产量 8 吨，同比增长 16.7%。

**图表 79：2022 年新增收购金矿情况**

项目	权益占比	项目总资源量 (吨)	权益资源量 (吨)	项目总矿产金产量 (吨)	权益矿产金产量 (吨)
萨瓦亚尔顿金矿	70%	119	84	2.76	1.9
山东海域金矿	44%(含招金矿业持有权益)	562	169	15-20	6.6-8.8
苏里南罗斯	Rosebel 矿区	217	206	9	8.6
贝尔金矿	Saramacca 矿区	49	33	5	3.3
招金矿业	20%	942	188	20	4.0
合计			682		24.4-26.6

数据来源：公司公告，华福证券研究所

**图表 80：公司主要金矿山情况**

名称	持有权益	矿产铜 (吨)	权益产铜 (吨)
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	7,679	5,320
塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	6,456	4,519
陇南紫金	84.22%	5,525	4,653

澳大利亚诺顿金田	100%	5,501	5,501
塞尔维亚紫金矿业	100%	4,730	4,730
吉尔吉斯斯坦奥同克	60%	3,831	2,299
贵州紫金	56%	2,773	1,553
圭亚那奥罗拉	100%	2,725	2,725
洛阳坤宇	70%	2,696	1,887
黑龙江多宝山	100%	2,609	2,609
塞尔维亚紫金铜业	63%	2,560	1,613
吉林珲春紫金	100%	2,219	2,219
山西紫金	100%	2,062	2,062
其他		4,995	4,225
<b>总计</b>		<b>56,360</b>	<b>45,915</b>

数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司加快金矿的技改及扩建项目，2023年有望实现矿产金72吨，远期2025年实现矿产金90吨。我们对公司有技改计划的重点矿山进行如下梳理：

1) **武里蒂卡金矿——全球超高品位大型金矿**。武里蒂卡金矿于2021年初启动技改扩建，于2022年完成4000吨/天采选矿技改工程，年产黄金将超8吨。

图表 81：武里蒂卡金矿基本信息（截至2022年底）

地理位置	哥伦比亚武里蒂卡市	产量指引	2022年：金7.7吨，银18吨
持股比例	69.28%		2023年：金8.2吨
矿床类型	浅成热液型	技改及扩建	已完成4000吨/天采、选矿技改工程，年产黄金将超8吨。
资源量	金：322吨@6.61克/吨 银：1124吨@23.12克/吨		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

2) **罗斯贝尔金矿——南美洲最大的在产露天金矿之一**。该金矿项目为公司2022年10月新收购项目，包括Rosebel金矿100%权益和Saramacca金矿70%权益等2宗开采特许权，以及约788平方公里的9个探矿权。主矿区Rosebel矿化带包括7个矿床和多个小矿点，矿床深部及边部未封闭，找矿勘探增储潜力大。公司收购后对其进行选厂设备升级，技改规划建设规模为10Mt/a，预计2023年下半年完工，建成达产后将形成10吨/年均产金能力。

图表 82：罗斯贝尔金矿基本信息（截至2022年底）

地理位置	苏里南Brokopondo和Sipaliwini地区	产量指引	截至2021年底，已累计产金约176吨，年均产金31.4万盎司（约10吨）
持股比例	95.00%		2023年：金6.1吨（2-12月）
矿床类型	绿岩带型金矿	技改及扩建	技改规划建设规模为10Mt/a，建成达产后将形成10吨/年均产金能力
资源量	金217吨@1.11克/吨		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

3) **奥罗拉金矿**。该项目于2020年当年交割、当年复产、当年实现效益。选厂已形成7,500吨/日处理能力，具备年均产金超过4吨的能力，正在推进项目技改和流程优化，达产后年黄金产量4吨以上。

**图表 83: 奥罗拉金矿基本信息 (截至 2022 年底)**

地理位置	圭亚那库尤尼-马扎鲁尼区	产量指引	2022 年: 金 2.7 吨
持股比例	100.00%		2023 年: 金 3.7 吨
矿床类型	韧性剪切带型、斑岩型	技改及扩建	正在推进项目技改和流程优化, 达产后年黄金产量 4 吨以上
资源量	金 187 吨@2.54 克/吨		

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**4) 诺顿金田。**公司及下属子公司于 2012 年完成收购诺顿金田, 该项目主要资产为澳大利亚 Paddinton 金矿项目以及 Mount Morgan 尾矿处理项目, 拥有 1012 平方公里的高潜力矿权区域, 勘探前景可观。开采方式包括露天和井下, 日处理矿石量 10000 吨。

**图表 84: 诺顿金田基本信息 (截至 2022 年底)**

地理位置	澳大利亚西澳洲	产量指引	2022 年: 金 5.5 吨
持股比例	100.00%		2023 年: 金 8.0 吨
矿床类型	绿岩剪切带型	技改及扩建	500 万吨/年低品位金矿堆浸项目 2022 年 9 月份已建成投产, 达产后年新增金约 2.5 吨; 难选冶金矿项目基本建成, 将进一步延长帕丁顿选厂服务年限
资源量	金 366 吨@0.90 克/吨		

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**5) 泽拉夫尚。**泽拉夫尚为塔吉克斯坦重点大型在产金矿项目, 露天开采, 日处理矿石量 10000 吨。矿山实施 500 吨/天加压氧化项目建设, 已于 2021 年 12 月开工, 力争 2023 年底建成投产。

**图表 85: 泽拉夫尚基本信息 (截至 2022 年底)**

地理位置	塔吉克斯坦索格特州	产量指引	2022 年: 金 6.5 吨
持股比例	70.00%		2023 年: 金 5.9 吨
矿床类型	斑岩-砂卡岩型	技改及扩建	500 吨/天加压氧化项目计划 2023 年 9 月建成投产
资源量	金 104 吨@1.86 克/吨		

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**6) 义兴寨金矿。**义兴寨金矿是山西紫金的核心资产, 山西紫金成立于 2005 年 9 月, 公司持有其 100% 股权。山西紫金于 2020 年被国家自然资源部纳入“全国绿色矿山”名录, 新探获的河湾斑岩型金矿于 2020 年 6 月完成资源储量核实, 新增金属量 54.72 吨@2.12 克/吨, 是华北地区金矿找矿历史性突破。

**图表 86: 义兴寨金矿基本信息 (截至 2022 年底)**

地理位置	山西省繁峙县砂河镇	产量指引	2022 年: 金 2.1 吨
持股比例	100.00%		2023 年: 金 5.45 吨
矿床类型	中低温热液型+斑岩型	技改及扩建	6000 吨/日矿山智能化采选改扩建项目 2023 年第二季度建成, 年新增矿产金 3-4 吨
资源量	金 114 吨@1.86 克/吨		

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**7) 李坝金矿。**公司于 2011 年收购李坝金矿并于 2020 年取得采矿权证, 10000t/d

采选系统于 2020 年底实现带料联动试车，目前已达达产状态，公司还在积极推进金山金矿 2000t/d 工程工作。

**图表 87：李坝金矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	甘肃省礼县罗坝镇	产量指引	2022 年：金 5.5 吨
持股比例	84.22%		2023 年：金 5.4 吨
矿床类型	类卡林型	技改及扩建	推进金山金矿 2000 吨/日开发前准备
资源量	金 145 吨@2.07 克/吨		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**8) 水银洞金矿。**水银洞金矿为贵州紫金核心资产，贵州紫金成立于 2001 年 12 月，公司持有其 56% 股权。贵州水银洞金矿 2001 年开始建设，2003 年投产，2005 年 6 月完成二期建设，目前具备年产金 2-3 吨能力。贵州紫金还在加快推进水银洞金矿、簸箕田金矿技改扩能。

**图表 88：水银洞金矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	贵州省黔东南州贞丰县	产量指引	2022 年：金 2.8 吨
持股比例	56.00%		2023 年：金 3.3 吨（含新恒基 0.8 吨）
矿床类型	卡林型	技改及扩建	水银洞金矿及簸箕田金矿改扩建提速，1000 吨/日加压预氧化项目计划 2023 年建成，4000 吨/日选矿项目正推进前期筹备，计划 2024 年建成
资源量	金 188 吨@5.12 克/吨		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**9) 海域金矿——国内首个海上发现金矿。**该金矿项目为公司 2022 年 10 月新并购项目，位于全球知名的黄金矿山富集区和国内最重要的黄金产业基地——渤海湾胶东地区一级成矿带三山岛-仓上断裂成矿带，海域金矿矿体厚大，探明至今短短几年，黄金资源量已新增约百吨，目前矿体勘探范围内深部仍未封闭，探矿增储潜力非常显著。海域金矿设计地下开采方式，采选规模为 12,000 吨/日，矿石禀赋好，开采成本低，选矿回收率可达 97%，按设计方案，矿山计划 2025 年建成，整体投产达产后，年矿产黄金约 15-20 吨，服务年限 23 年。

**图表 89：海域金矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	山东省莱州市	技改及扩建	设计采选规模为 12000 吨/日，整体投产达产后年矿产黄金约 15-20 吨，有望晋升为国内最大的黄金矿。
持股比例	44%（含通过招金矿业持股）		
矿床类型	中温岩浆热液矿床		
资源量	金 562 吨@4.2 克/吨		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**10) 萨瓦亚尔顿金矿。**该金矿项目为公司 2022 年 7 月新并购项目，该项目为国内少有的百吨级未开发超大型金矿，黄金资源量 119.5 吨、平均品位 1.56 克/吨。矿山地处著名的“中亚金腰带”黄金成矿带上，成矿条件良好，矿区已发现 21 条矿化带，其中主矿体长达 3660 米，平均厚度 6.22 米，根据勘探情况推断，矿床深部及周边仍有找矿潜力。项目已获批 14 万吨/年的采矿权和一宗外围探矿权，可望较短时间内启动建设，并为后期改扩建奠定基础。

**图表 90：萨瓦亚尔顿金矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	乌恰县	技改及扩建	国内少有的百吨级未开发超大型金矿，规划建设规模 8000 吨/日，产品为载金炭，建成达产后年产金约 2.76 吨 正加快推进证照办理，计划 2023 年第二季度开工建设，2024 年底建成投产
持股比例	70.00%		
矿床类型	类卡林型		
资源量	金 60.06 吨@2.58 克/吨 低品位尚难利用资源 59.44 吨@1.12 克/吨		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 3.3 锌矿资源保有量丰富，产量维持稳定

公司锌矿资源保有量丰富。据 2022 年中国矿产资源报告显示，我国锌矿储量为 4422.9 万吨，公司锌矿储量相当于国内的 9.5%；根据中国有色金属工业协会数据，2022 年我国矿产锌产量为 310.3 万吨，公司矿产锌产量为 40.2 万吨，公司锌矿产量相当于国内的 13%。公司主要锌（铅）矿山 5 座，2022 年全年产锌（铅）44 万吨，同比增长 2.3%。

**图表 91：公司全球锌矿分布图**


数据来源：公司官网，华福证券研究所

**图表 92：公司全国锌矿分布图**


数据来源：公司官网，华福证券研究所

**图表 93：公司主要锌（铅）矿山情况**

名称	持有权益	矿产锌（吨）	矿产铅（吨）	矿产锌+铅合计（吨）	权益产锌+铅合计（吨）
紫金锌业	100%	140,760	20,225	160,985	160,985
厄立特里亚碧沙矿业	55%	120,529	-	120,529	66,291
俄罗斯龙兴	70%	85,382	6,219	91,601	64,121
乌拉特后旗紫金	95%	45,302	9,984	55,286	52,522
阿舍勒铜矿	51%	9,419	-	9,419	4,804
其他		929	3,233	4,163	3,902
<b>总计</b>		<b>402,321</b>	<b>39,661</b>	<b>44,1983</b>	<b>352,625</b>

数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司不断开展锌矿的技改及扩建项目，2023 年预计实现矿产锌 45 吨，远期 2025 年实现矿产铜 48 吨。我们对公司的重点矿山进行如下梳理：

1) **碧沙铜锌矿**。碧沙铜锌矿是非洲厄立特里亚共和国重点大型在产锌矿项目，公司于 2019 年 3 月完成 Nevsun100%股权的收购，Nevsun 拥有非洲厄立特里亚碧

沙矿业 55%股权。项目目前采剥能力为 3,200 万吨/年，选矿设计产能为 240 万吨/年，2023 年，计划矿产锌 10.9 万吨、铜 1.7 万吨。

**图表 94：碧沙铜锌矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	厄立特里亚加什-巴尔卡省	产量指引	2022 年：锌 12.1 万吨，铜 1.7 万吨
持股比例	55.00%		2023 年：锌 10.9 万吨，铜 1.7 万吨
矿床类型	VMS 火山块状硫化物矿床	技改及扩建	厄立特里亚重点大型在产锌矿项目，采剥能力 3200 万吨/年，选矿设计产能 240 万吨/年；阿谢利地采项目基建工程正在有序推进
资源量	锌 309 万吨@3.75% 铜 80 万吨@0.97%		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**2) 图瓦锌多金属矿。**图瓦锌多金属矿是一座高品质特大型铅锌多金属矿，矿山分两期建设，一期建设露天采场、选场及配套设施；二期建设地下采场及配套设施。项目于 2015 年 6 月 25 日正式投产，是图瓦和西伯利亚地区最大的采选企业，为中俄在矿山开采领域合作的最早、最好的典范之一。

**图表 95：图瓦锌多金属矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	图瓦	产量指引	2022 年：锌 8.5 万吨，铅 0.62 万吨
持股比例	70.00%		2023 年：锌 8.5 万吨，铅 0.46 万吨
矿床类型	块状硫化物型	技改及扩建	无
资源量	锌 78 万吨@6.8%		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**3) 乌拉根锌（铅）矿——国内第二大铅锌矿山。**特大型、低品位、难采选是该矿山的三大特征，新疆乌拉根铅锌矿资源储量核实于 2021 年被国家自然资源部评为“中国十年找矿行动优秀成果”。2023 年 3 月 9 日，公司获取了乌拉根铅锌矿北矿带东段铅锌矿探矿权。

**图表 96：乌拉根锌（铅）矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	乌恰县	产量指引	2022 年：锌 14.1 万吨，铅 2 万吨
持股比例	100.00%		2023 年：锌 14 万吨，铅 2.1 万吨
矿床类型	海底喷流沉积-热液改造型	技改及扩建	四期技改湿法系统项目有序推进，计划 2023 年建成试车；乌拉根铅锌矿北翼储量报告基本编制完成，计划按 330 万吨/年露天开采规模申请独立采矿证
资源量	锌 518 万吨@1.90% 铅 88 万吨@0.35%		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**4) 三贵口锌（铅）矿。**该项目为内蒙古乌拉特后旗紫金的核心资产，采选生产规模为 10000 吨/日。

**图表 97：三贵口锌（铅）矿基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	内蒙古乌拉特后旗	产量指引	2022 年：锌 4.5 万吨，铅 1 万吨
持股比例	95.00%		2023 年：锌 5.04 万吨，铅 1.02 万吨
矿床类型	沉积变质层控制	技改及扩建	三贵口井建二期开拓工程计划 2024 年三季度完成，以实现 10000t/d 产能资源可持续；三贵口南
资源量	锌 195 万吨@2.28%		

			北矿段合并采矿证办理工作加快推进, 预计 2023 年第三季度完成
--	--	--	-----------------------------------

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

### 3.4 “两湖一矿”资源格局正式形成, 锂板块将打造新成长曲线

为抓住新能源机遇, 公司积极开展锂资源布局。2021-2022 年期间公司相继已完成阿根廷 3Q 锂盐湖、西藏拉果错锂盐湖和湖南道县湘源锂多金属矿的收购, 形成“两湖一矿”的锂资源格局。公司目前锂资源量 1215 万吨, 约居全球主要锂企资源量前 10 位, 锂资源储量 429 万吨, 相当于国内全部储量的 43%。公司加快投产计划, “两湖一矿”锂项目计划 2023 年年底一期工程基本建成投产, 并启动二期工程, 达成后碳酸锂总产能达 15 万吨以上。

图表 98: “两湖一矿”并购情况

项目名称	资源量	状态	收购权益	权益资源量	规划产量
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	当量碳酸锂 763 万吨	在建	100%	当量碳酸锂 763 万吨	规划两期 4-6 万吨碳酸锂
拉果错盐湖锂矿	当量碳酸锂 214 万吨	在建	70%	当量碳酸锂 150 万吨	规划两期 5 万吨碳酸锂
道县湘源锂多金属矿	当量碳酸锂 216 万吨	在建	66%	当量碳酸锂 143 万吨	规划 6-7 万吨当量碳酸锂

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

#### 1) 阿根廷 3Q 锂盐湖——全球同类项目中规模最大、品位最高的项目之一。

公司于 2021 年 10 月宣布以 50 亿元要约收购加拿大新锂公司, 于 2022 年 1 月 26 日完成 100% 股权并购的交割, 100% 阿根廷 3Q 锂盐湖项目权益为新锂公司的核心资产。3Q 项目地处著名的普纳高原“锂三角”南端, 总碳酸锂资源量约 756.5 万吨, 平均锂浓度 621mg/L, 其中有 168 万吨高品位资源, 平均锂浓度高达 926mg/L, 为全球同类项目中规模最大、品位最高的项目之一, 体量在全球主要盐湖中排名前 5, 品位在全球主要盐湖中排名前 3。项目拥有 13 个采矿权, 矿权面积总计为 353 平方公里, 覆盖整个盐湖表面和卤水湖。

图表 99: 南美“锂三角”及 3Q 项目区位图



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

公司加快推进项目进度。公司宣布拟收购新锂公司后, 随即组建了 3Q 项目组,

2022年3月盐田开工建设，6月启动采卤晒卤，一期2万吨/年电池级碳酸锂工程预计2023年底建成投产。

**图表 100：阿根廷 3Q 锂盐湖基本信息（截至 2022 年底）**

地理位置	阿根廷卡塔马卡省	技改及扩建	一期2万吨/年电池级碳酸锂项目计划2023年底建成投产
持股比例	100.00%		
矿床类型	卤水型		
资源量	当量碳酸锂约763万吨@641mg/l（锂离子浓度边界品位400mg/L）		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

## 2) 西藏拉果错盐湖锂矿——国内最大待开发锂盐湖资源之一。

公司于2022年4月公告称拟以76.82亿元收购盾安集团旗下四项资产包，其中核心资产为西藏拉果错盐湖锂矿70%股权。拉果错盐湖位于西藏阿里地区改则县南约60公里的麻米乡境内，西距麻米乡约38公里，盐湖区面积95.6712平方公里。由于是湖水含锂，其资源量即可视为储量，可采资源量大，在开发初期，拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂214万吨，平均锂离子浓度270毫克/升，资源量在国内排名前5，全球排名前20。

**图表 101：拉果错盐湖区位图**



数据来源：公司官网，华福证券研究所

拉果错盐湖有潜力成为国内产能最大的锂盐湖之一。根据2016年的开发利用方案，项目规划生产碳酸锂1万吨/年。经过现场调查、技术与实验研究，该项目建设规模有显著扩展空间，开采工艺技术路线也存在重大调整可能，可采用更加环保经济的“吸附膜处理联合工艺；项目一期产能调整为2万吨/年碳酸锂，二期建设投产后产能拟提升到5万吨/年碳酸锂。

**图表 102：拉果错盐湖基本信息（截至 2022 年底）**

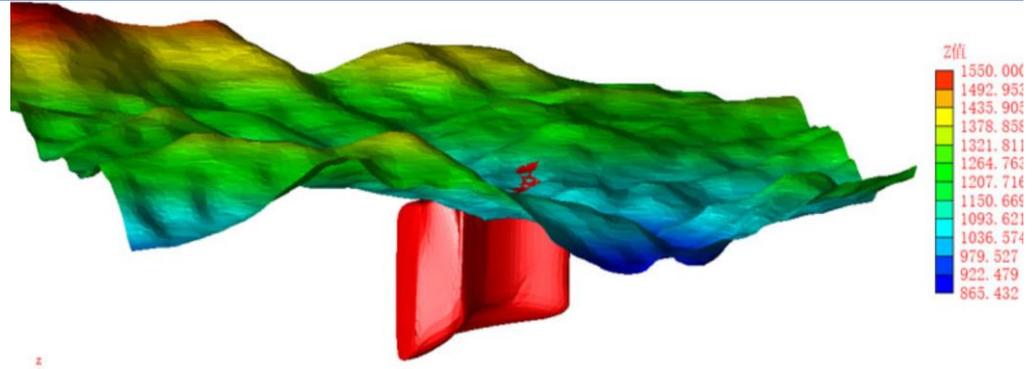
地理位置	西藏阿里改则县	产量指引	2023年电池级当量碳酸锂1320吨
持股比例	70.00%		
矿床类型	卤水型，硫酸钠亚型碱性盐湖	技改及扩建	一期2万吨/年碳酸锂项目计划2023年底建成投产
资源量	当量碳酸锂约216万吨@275mg/l；镁锂比3.32		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 3) 道县湘源锂多金属矿——国内稀缺的大规模、低品位硬岩锂多金属矿。

2022年6月公司公告称拟出资约18亿元收购湖南厚道矿业有限公司71.1391%股权，其核心资产为湖南道县湘源锂多金属矿100%权益，同时公司与剩余股东协议约定，公司将持有矿山66%权益、新冶炼公司34%权益，并主导矿山建设及运营。湘源锂多金属矿地处湘粤桂交界，拥有氧化锂资源87万吨，折合当量碳酸锂资源216万吨，伴生铷、铯、钨、锡等多种金属，其中氧化铷49万吨、氧化铯8000吨。

图表 103：湖南道县湘源锂多金属矿化体三维示意图(Rb2O≥0.1%)



数据来源：公司官网，华福证券研究所

矿山拟采用大规模露天开采，初步规划按1,000万吨/年规模建设矿山，年产锂云母含碳酸锂当量6-7万吨，同时将配套建设锂冶炼项目。矿山将率先重启30万吨/年的采选系统，在资源进一步增储情况下，矿山有将采选规模扩展到1500万吨/年的可能性。

图表 104：道县湘源锂多金属矿基本信息（截至2022年底）

地理位置	湖南省道县永州	产量指引	2023年当量碳酸锂2000吨
持股比例	66.00%		
矿床类型	云英岩型低品位锂多金属矿	技改及扩建	一期30万吨/年已建成投产 二期500万吨/年工程正积极推进
资源量	按控制及推断资源量(332+333)，经最新核实的资源储量结果，矿区推断级别以上当量碳酸锂84万吨@1.06%		

数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 3.5 矿产银+铁精矿业务产量稳定

公司是我国重要的银矿、铁精矿、钴矿及副产硫酸的生产企业。2022年公司生产银1088.97吨，同比上涨19.45%；生产铁精矿335万吨、钨3643吨、钼4576吨、钴2506吨，副产硫酸302.30万吨。

图表 105：公司主要银矿山情况

名称	持有权益	矿产银(千克)	权益产银(千克)
厄立特里亚碧沙矿业	55%	49,855	27,420
黑龙江多宝山	100%	40,902	40,902
洛阳坤宇	70%	40,984	28,689
阿舍勒铜矿	51%	29,943	15,271

福建紫金山铜金矿	100%	29,935	29,935
俄罗斯龙兴	70%	29,218	20,452
山西紫金	100%	28,938	28,938
西藏巨龙	50.10%	66,276	33,204
其他		71,407	53,584
<b>总计</b>		<b>387,458</b>	<b>278,395</b>

数据来源：公司年报，华福证券研究所

**图表 106：公司主要铁矿山情况**

名称	持有权益	铁精矿（万吨）	权益铁精矿（万吨）
金宝矿业	56%	235	132
福建马坑	41.50%	88（权益产量）	88
其他		12	6
<b>总计</b>		<b>335</b>	<b>226</b>

数据来源：公司年报，华福证券研究所

## 4 盈利预测及估值

### 4.1 核心假设

**矿产铜：**该板块是公司毛利贡献最大的板块，占整体毛利的 50% 以上。根据公司的三年产量规划指引，预计 23-25 年产量分别为 95/105/117 万吨；考虑到未来供需关系及宏观因素影响，未来铜价将进一步上涨，预计 23-25 年伦铜价格为 8850/8936/8936 美元/吨；20-22 年板块平均成本为 2.01/1.82/1.99 万元/吨，假设未来三年成本将维持在前三年平均水平，则毛利率分别为 63.67%/64.02%/64.02%。

**矿产金：**该板块是公司业绩来源的第二大板块，约占整体毛利的 20%-30%。根据公司产量指引，矿产金产销量将稳步提升，预计 23-25 年产量分别为 72/80/90 吨；考虑到美国通胀放缓及衰退预期，预计 23-25 年伦敦金价格为 2000 美元/盎司；2022 年板块平均成本为 192 元/克，考虑到矿山品位下降，假设未来三年平均成本将以 3% 增速增长，则毛利率分别为 49.05%/47.52%/45.95%。

**矿产锌：**预计 2023-2025 年矿产锌产销量为 41/42/44 万吨；2021/2022 年板块平均价格（不含税）为 14135/15623 元/吨，2022 年受欧洲能源危机及宏观因素影响，锌价飙升，随着能源危机的缓解，预计锌价逐步回落，2023-2025 年板块平均价格为 14000/12000/12000 元/吨；2022 年板块平均成本 8015 元/吨，考虑到矿山品位下降，假设未来三年平均成本将以 3% 增速增长，则毛利率分别为 41.03%/29.14%/27.01%。

**碳酸锂：**根据公司产量指引和盐湖投产时间，预计 23-25 年产销量分别为 0.3/3.1/12 万吨，碳酸锂价格近期呈回落趋势，预计未来三年均价为 22/17/14 万元/吨，考虑到公司三个矿的品位及产能释放节奏，假设公司 23-25 年生产碳酸锂平均成本为 15.0/5.1/7.6 万元/吨，对应未来三年毛利率分别为 31.82%/70.21%/45.79%。

### 4.2 盈利预测

随着公司产能释放和下游拓展。我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入

3161.32、3638.65、4260.74 亿元，分别同比+16.94%、+15.10%、+17.10%；毛利 531.28、615.00、718.17 亿元，毛利率 16.81%、16.90%、16.86%。

**图表 107：盈利预测**

业务	指标	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
矿产铜	产量	万吨	58.42	87.73	95.00	105.00	117.00
	销量	万吨	52.87	73.87	85.50	94.50	105.30
	营业收入	亿元	283.28	362.53	456.25	509.18	567.37
	成本	亿元	96.19	146.72	165.74	183.18	204.12
	毛利率	%	66.04%	59.53%	63.67%	64.02%	64.02%
矿产金	产量	吨	47.46	56.36	72.00	80.00	90.00
	销量	吨	45.66	60.82	72.00	80.00	90.00
	营业收入	亿元	159.22	224.19	279.16	310.18	348.95
	成本	亿元	80.47	116.64	142.22	162.77	188.61
	毛利率	%	49.46%	47.97%	49.05%	47.52%	45.95%
矿产锌	产量	万吨	39.64	40.23	41.00	42.00	44.00
	销量	万吨	39.93	40.16	41.00	42.00	44.00
	营业收入	亿元	56.44	62.74	57.40	50.40	52.80
	成本	亿元	29.42	32.19	33.85	35.72	38.54
	毛利率	%	47.87%	48.69%	41.03%	29.14%	27.01%
碳酸锂	产量	万吨			0.30	3.10	12.00
	销量	万吨			0.30	3.10	12.00
	营业收入	亿元			6.60	52.70	168.00
	成本	亿元			4.50	15.70	91.08
	毛利率	%			31.82%	70.21%	45.79%
其他及内部抵消	营业收入	亿元	1752.08	2053.83	2361.90	2716.19	3123.62
	成本	亿元	1697.43	1982.29	2283.73	2626.28	3020.23
	毛利率	%	3.12%	3.48%	3.31%	3.31%	3.31%
总计	营业收入	亿元	2,251.02	2,703.29	3,161.32	3,638.65	4,260.74
	YOY	%	31.25%	20.09%	16.94%	15.10%	17.10%
	营业成本	亿元	1,903.51	2,277.84	2,630.04	3,023.65	3,542.57
	毛利	亿元	347.51	425.45	531.28	615.00	718.17
	YOY	%	70.10%	22.43%	24.88%	15.76%	16.78%
	毛利率	%	15.44%	15.74%	16.81%	16.90%	16.86%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 期间费用率

公司综合期间费用率明显低于同行业，自 2018 年以来逐年下降，成本控制能力较强。假设 2023-2025 年销售费用率、管理费用率均维持在 2022 年水平，分别为 0.23%/2.32%；考虑到公司重视研发投入，我们预计 2023-2025 的研发费用率分别为 0.50%/0.55%/0.60%。

### 4.3 估值及投资建议

选取江西铜业、云南铜业、赤峰黄金、银泰黄金、驰宏锌锗、中矿资源作为可比

公司，以 2023 年 7 月 6 日收盘价计算，可比公司 2023-2025 年预测 PE 均值分别为 14.2/11.5/10.7 倍。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 250.67/294.30/341.53 亿元，对应 EPS 为 0.95/1.12/1.30 元/股。2023 年 7 月 6 日公司收盘价 11.61 元，对应 23-25 年 PE 为 12.2/10.4/8.9 倍，估值均低于行业平均水平。考虑到紫金矿业的龙头企业地位及多元化资源布局，结合 2023 年行业可比公司估值，给予公司 16.0 倍 PE，对应目标价 15.23 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 108：可比公司估值（截至 2023 年 7 月 6 日）

证券代码	可比公司	EPS (元)			PE			最新股价
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600362.SH	江西铜业	1.9	1.9	2.0	10.3	9.9	9.6	19.13
000878.SZ	云南铜业	1.2	1.3	1.5	9.4	8.4	7.6	11.34
600988.SH	赤峰黄金	0.6	0.9	0.9	21.5	14.9	14.9	13.18
000975.SZ	银泰黄金	0.6	0.7	0.9	20.3	16.6	14.0	12.07
600497.SH	驰宏锌锗	0.4	0.5	0.5	14.7	12.8	11.9	5.95
002738.SZ	中矿资源	5.7	7.8	8.3	8.8	6.4	6.0	50.16
	平均	-	-	-	14.2	11.5	10.7	-

数据来源：Wind，华福证券研究所

## 5 风险提示

### 矿产品价格不及预期

公司整体销售利润受铜、黄金价格影响，若美国经济衰退不及预期或国内经济增速缓慢导致下游需求疲软，或将导致铜、金价格下跌，对公司盈利产生负面影响。

### 产能释放不及预期

公司盈利增长部分取决于矿产铜及矿产金项目的扩产计划如期释放，若产能释放不及预期，或将影响公司业绩。

### 海外政策变动风险

公司在海外拥有众多矿山资源采矿权，海外国家在矿产资源相关政策的变化可能也会给公司带来一定的政策风险。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

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

## 联系方式

华福证券研究所 上海

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

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn