

## 北方铜业（000737）\有色金属

### 华北铜企龙头布局铜基新材料开启成长新时代

#### 投资要点：

公司拥有国内地下开采规模最大的现代化矿山铜矿峪矿，截至2022年底保有铜金属量136.25万吨。采用自然崩落法采矿工艺，开采成本接近露天采矿。现有冶炼规模下原料自给率超过30%，处于行业领先水平。前瞻性布局压延铜箔与覆铜板赛道，产品定位替代进口，填补国内高性能压延铜箔及挠性覆铜板市场空白，一期项目一条2500吨铜箔产线正按计划投产。中国铜基新材料产业处于早期阶段，公司有望乘行业发展东风，加速成长。

#### ➤ 强链补链延链加速公司成长

面对新形势，公司实施强链补链延链战略。**上游强链**—在现有资源储备基础上推进铜矿峪矿深部探矿权协议出让事项，公司预计增加铜矿石量1.2亿吨、铜金属量68.4万吨。此外，整合控股股东铜矿资源及通过资本运作等多种方式获取国内外优质资源。**中游补链**—适时收购侯马北铜项目，加上已有产能，收购完成后公司冶炼规模有望超过30万吨/年。**下游延链**—北铜新材年产5万吨高性能压延铜带箔和200万平米覆铜板项目有序推进，以延伸铜产业链，提升产品附加值，推动公司加速转型升级。

#### ➤ 压延铜箔产业发展空间广阔

压延铜箔生产技术壁垒高，基本被欧美和日本几大国际巨头垄断。国内目前主要有5家供应企业，2021年合计产能约1.18万吨、产量不足1万吨，与需求相比明显不足。压延铜箔作为铜箔产业链重要一环，其产量占比不足2%。核心技术自主可控背景下，进口替代需求大，产业发展空间值得期待。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计2023-25年公司营业收入分别为95.83/114.60/124.27亿元，对应增速分别为-10.27%/19.58%/8.44%，3年CAGR为5.2%；归母净利润分别为7.31/8.77/9.56亿元，对应增速分别为19.91%/19.93%/8.98%，3年CAGR为16.2%；EPS分别为0.41/0.49/0.54元。2023年可比公司PE均值9.7倍。考虑到公司布局铜基新材料产业链，未来具备较强成长潜力，给予公司2023年18倍PE，对应目标价为7.38元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**市场波动风险、汇率波动风险、安全与环保风险等。

投资评级：

行业：

工业金属

投资建议：

买入/（首次评级）

当前价格：

5.51元

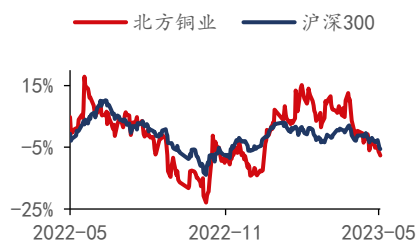
目标价格：

7.38元

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,772/630
流通A股市值（百万元）	4,002
每股净资产（元）	2.55
资产负债率（%）	52.73
一年内最高/最低（元）	7.05/4.56

#### 股价相对走势



分析师：骆可桂

执业证书编号：S0590522110001

邮箱：luokg@glsc.com.cn

联系人：胡章胜

邮箱：huzhsh@glsc.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）	9965	10680	9583	11460	12427
增长率（%）	16.85%	7.18%	-10.27%	19.58%	8.44%
EBITDA（百万元）	1586	1161	2099	2516	2965
归母净利润（百万元）	837	610	731	877	956
增长率（%）	35.26%	-27.09%	19.91%	19.93%	8.98%
EPS（元/股）	0.47	0.34	0.41	0.49	0.54
市盈率（P/E）	11.7	16.0	13.4	11.1	10.2
市净率（P/B）	2.4	2.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.8	10.0	5.5	4.4	3.3

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年5月26日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

北方铜业是华北地区最大的铜生产企业，同时也是山西省唯一从事铜业务的省属国企。公司拥有国内地下开采规模最大的现代化矿山铜矿峪矿，采用自然崩落法采矿工艺，开采成本与露天采矿相当。富氧底吹熔池熔炼工艺能耗低，金属回收率高。现有冶炼规模下原料自给率超过30%，先进的采矿与冶炼工艺夯实盈利能力。面对新形势，公司实施强链补链延链战略。具体来说，上游持续探矿增储，寻找资源并购机会增加储备。中游扩大冶炼规模，适时启动收购侯马北铜，公司冶炼产能将超过30万吨/年。下游延长铜产业链，进军铜基新材料产业链，提升产品附加值。年产5万吨高性能压延铜带箔和200万平米覆铜板项目正有序推进，产品市场前景良好。铜基新材料产业尚处于早期发展阶段，公司抢占先机前瞻布局，助力公司开启成长新时代。

### 创新之处

报告对铜箔市场现状进行梳理认为，国内压延铜箔产业发展前景可期。公司在此领域进行前瞻性布局，有望收获行业发展红利，推动转型升级，强化成长属性。

### 核心假设

- **产量：**根据公司生产计划，2023年铜精矿产量4.23万吨、金锭2.8吨、银锭20.87吨，硫酸44万吨。随着冶炼厂例行检修结束，以及公司计划新增冶炼产能，预计外购铜原料增加，冶炼副产品产量也随之上升。预计2024-25年阴极铜产量分别为14.5/15.5万吨，金锭产量分别为2.9/3.1吨，银锭产量分别为36/40吨，硫酸产量分别为52/53.5万吨。
- **价格：**短期由于海外大型铜矿山新扩建项目投产，供应整体偏宽松。但全球铜企资本开支周期总体呈下行趋势以及能源转型催生铜需求，驱动铜价重心或整体上移。贵金属由于美联储加息预计渐入尾声，而经济放缓压力、银行系统性风险以及全球去美元化浪潮触发市场避险需求，贵金属或有望延续上涨趋势。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计，2023-25年公司营业收入分别为95.83/114.60/124.27亿元，对应增速分别为-10.27%/19.58%/8.44%，3年CAGR为5.2%；归母净利润分别为7.31/8.77/9.56亿元，对应增速分别为19.91%/19.93%/8.98%，3年CAGR为16.2%；EPS分别为0.41/0.49/0.54元。2023年可比公司PE均值9.7倍。考虑到公司布局铜基新材料产业链，未来具备较强成长潜力，给予公司2023年18倍PE，对应目标价为7.38元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

短期看，公司采矿成本低以及较高的原料自给率夯实盈利能力。中长期看，公司在铜产业链全方位布局，压延铜箔以及覆铜板应用场景广泛，附加值高，产业转型升级有助于打造公司竞争力、构筑护城河。

## 正文目录

1.	<b>先进采选冶工艺打造“小而优”典范</b> .....	5
1.1	传统铜企借壳上市后拓宽业务布局 .....	5
1.2	高自给率与低采矿成本夯实盈利能力 .....	6
2.	<b>强链补链延链战略开启成长新时代</b> .....	9
2.1	持续探矿增储夯实资源储备 .....	9
2.2	扩大冶炼规模筑牢发展根基 .....	10
2.3	布局铜基新材料构建竞争新优势 .....	10
3.	<b>供需紧平衡推动铜价重心上移</b> .....	13
3.1	能源转型战略催生铜需求 .....	13
3.2	供给逐步转向短缺推升铜价 .....	14
3.3	预计加息渐入尾声及避险需求提振贵金属 .....	16
4.	<b>盈利预测、估值与投资建议</b> .....	17
4.1	盈利预测 .....	17
4.2	估值与投资建议 .....	18
5.	<b>风险提示</b> .....	19

## 图表目录

图表 1:	北方铜业股权结构 (截至 2022 年底) .....	5
图表 2:	北方铜业发展历程 .....	6
图表 3:	近三年铜精矿与阴极铜产量 .....	6
图表 4:	近三年平均原料自给率超 30% .....	6
图表 5:	2022 年阴极铜贡献超 8 成营收 (亿元) .....	7
图表 6:	2022 年阴极铜贡献超 7 成毛利 (亿元) .....	7
图表 7:	近三年黄金产销情况 .....	7
图表 8:	近三年白银产销情况 .....	7
图表 9:	公司产品毛利率 .....	8
图表 10:	2022 年综合毛利率处于同行较高水平 .....	8
图表 11:	近两年阴极铜期货加权均价 .....	8
图表 12:	近两年贵金属期货加权均价 .....	8
图表 13:	公司各项费用支出显著下降 .....	9
图表 14:	费用管控较同行仍有优化空间 (2023Q1) .....	9
图表 15:	公司资产负债率下降 .....	9
图表 16:	资产负债率处于同行较低水平 (2023Q1) .....	9
图表 17:	近两年来铜精矿粗炼费呈现上升趋势 .....	10
图表 18:	近两年来铜精矿精炼费呈现上升趋势 .....	10
图表 19:	北铜新材铜基新材料工艺流程 .....	11
图表 20:	压延铜箔 .....	11
图表 21:	覆铜板 .....	11
图表 22:	铜箔产业链 .....	12
图表 23:	2016-2021 国内压延铜箔产能 .....	12
图表 24:	国内压延铜箔产量预测 .....	12

图表 25: 电解铜箔产能.....	13
图表 26: 压延铜箔产量占比.....	13
图表 27: 2022 年来国内外铜价走势.....	13
图表 28: 铜消费结构.....	14
图表 29: 电力与房地产投资放缓.....	14
图表 30: 新能源汽车前景广阔.....	14
图表 31: 光伏、风电以及新能源汽车耗铜占比预测.....	14
图表 32: 全球铜精矿产量预测.....	15
图表 33: 全球代表性铜企总资本支出下降.....	15
图表 34: 全球铜精矿供需平衡表.....	15
图表 35: 全球精炼铜供需平衡表.....	15
图表 36: 2023 年来加息力度趋缓.....	16
图表 37: 美国通胀压力高位回落.....	16
图表 38: 美国 GDP 连续两个季度放缓 (%).....	16
图表 39: 美国制造业 PMI 连续 6 个月低于 50.....	16
图表 40: 银行危机之后美国商业银行存款加速流出.....	17
图表 41: 2022 年全球央行净购金量创历史新高.....	17
图表 42: 公司营收测算汇总 (亿元).....	18
图表 43: 可比公司估值对比.....	19

ybj...@...money.com  
 邮箱所有人使用，未经允许，不得外传。

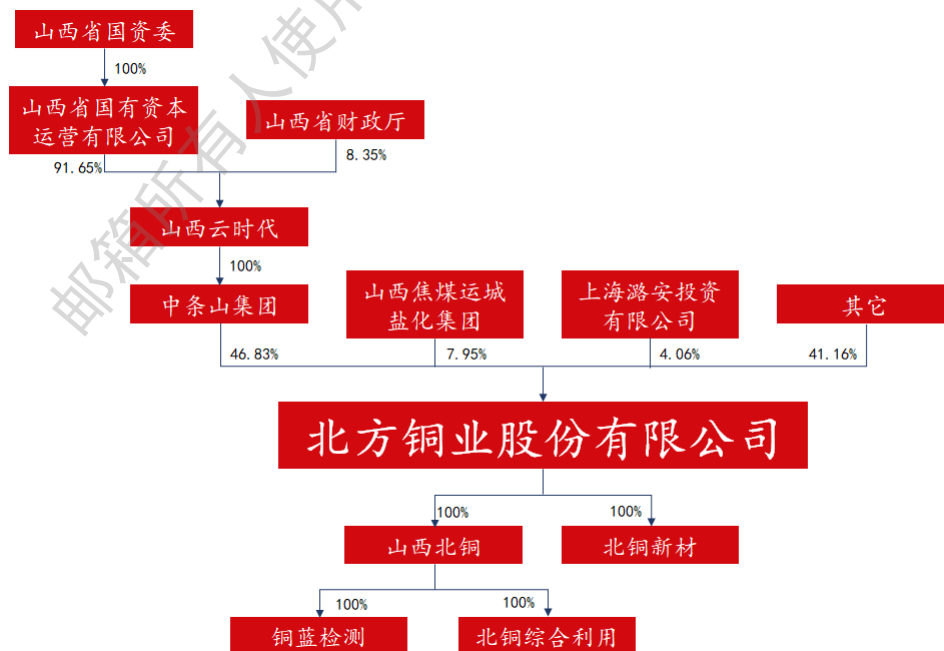
## 1. 先进采选冶工艺打造“小而优”典范

北方铜业股份有限公司（以下简称“北方铜业”或“公司”）成立于2002年12月，为华北地区最大的铜生产企业，同时也是山西省唯一从事铜业务的省属国企。经过20余年的发展，已形成集勘探、采选、冶炼于一体的完整产业链。

### 1.1 传统铜企借壳上市后拓宽业务布局

控股股东中条山集团，实控人山西省国资委。北方铜业是以中条山有色金属集团有限公司（以下简称“中条山集团”或“控股股东”）作为主发起人，联合山西金海投资有限公司、北京矿冶研究总院、中国有色工程设计研究总院、中国北车集团永济电机厂、中国有色金属工业华北供销公司五家单位共同发起，于2002年12月31日成立。中条山集团成立于1956年，为国家“一五”计划建设项目，现已发展为以铜为主、多业并举，集采选冶炼、加工贸易、机械制造、建筑建材、科研设计等为一体的华北地区最大的铜联合企业。截至2022年底，持有北方铜业46.83%的股权，为公司控股股东。2020年11月，中条山集团划归山西云时代。山西省国资委通过山西省国有资本运营有限公司间接持有山西云时代91.65%的股权，为公司实控人。

图表 1: 北方铜业股权结构 (截至 2022 年底)



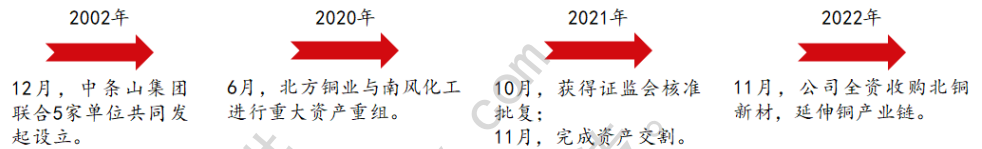
来源：公司公告，国联证券研究所

借壳南风化工登陆资本市场。2020年6月，北方铜业与上市公司南风化工集团股份有限公司进行重大资产重组，并于2021年10月18日获得证监会核准批复，同年11月26日完成资产交割。2021年12月16日，本次重组新增股份在深交所主板上市，成为山西省国企改革三年行动以来首单跨集团层面的大规模资本运作。公司作为山西省属唯一从事铜业务的省属国有企业，得到省委、省政府大力支持，鼓励公司



争当铜基新材料产业链“链主”企业。2022年11月，公司全资收购北铜新材，延伸产业链，发展铜精深加工，主要产品有铜及铜合金带材、压延铜箔、覆铜板。

图表 2: 北方铜业发展历程

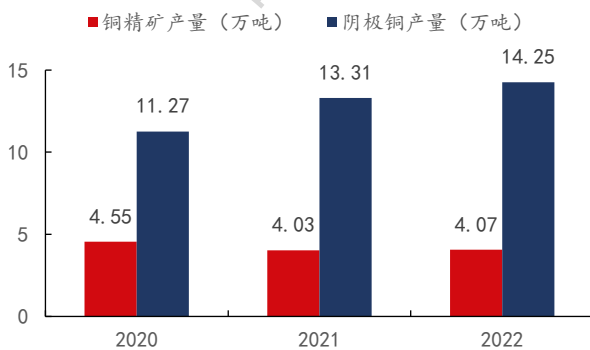


来源：公司公告，集团官网，国联证券研究所

## 1.2 高自给率与低采矿成本夯实盈利能力

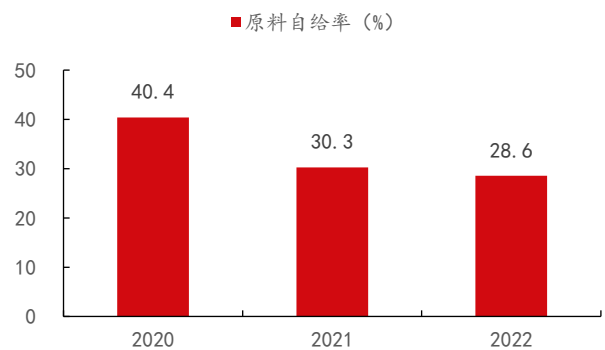
**铜金属选冶为公司主业。**公司主营业务铜金属开采、选矿、冶炼及销售等，主要产品为阴极铜、金锭、银锭，副产品为硫酸、海绵金、海绵钯等。拥有一座自有矿山为铜矿峪矿，一家冶炼厂为垣曲冶炼厂。其中，铜矿峪矿为国内非煤系统地下开采规模最大的现代化矿山。截至2022年底，铜矿峪矿保有矿石资源量22461.56万吨，铜金属量136.25万吨，平均品位0.61%。铜矿峪矿自然崩落法采矿工艺国际先进，出矿效率高、开采成本低，是唯一一种在开采成本上可以和露天采矿相媲美的地下采矿方法，目前具备900万吨/年的矿石采选能力。按现有采选能力和可采储量，预计可再服务30余年。垣曲冶炼厂应用当前世界有色金属冶炼工业首选工艺——“富氧底吹熔池熔炼工艺”，对原料适应性广，节能环保，铜冶炼综合能耗低于国家标准，金属回收率达到国际先进水平。现有冶炼规模下，矿山原料自给率近30%。

图表 3: 近三年铜精矿与阴极铜产量



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4: 近三年平均原料自给率超 30%



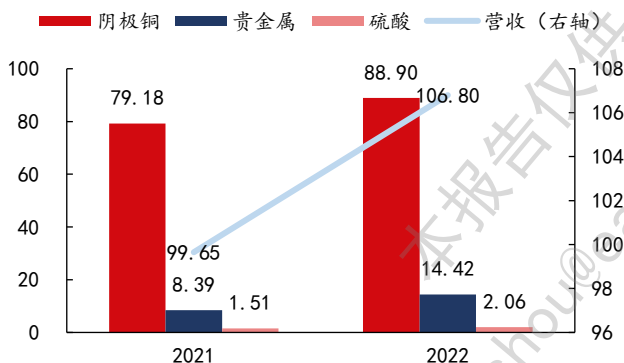
来源：Wind，国联证券研究所

**矿产铜精矿与外购铜原料生产相结合。**除自有矿山外，为释放冶炼产能，公司根据情况采购部分杂铜及粗铜作为补充。主要分为进口铜精矿和国内铜精矿、粗铜及冰铜等。进口铜精矿由公司与国际贸易商在参照LME铜金属市场价格基础上，按照TC/RC的方式确定采购价格；国内铜精矿、粗铜及冰铜的采购价格在上海期货交易所当月阴

极铜结算价加权平均价的基础上，由双方协商确定。

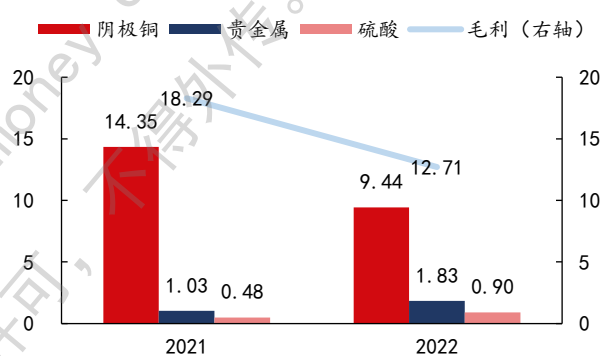
**阴极铜贡献主要营收和毛利。**公司采矿所得铜矿石，经选矿产出铜精矿后供冶炼使用，最终主要产品为阴极铜。此外，在铜冶炼过程中，伴生产出金、银等贵金属及硫酸。2022年，阴极铜营收占比83.24%，毛利占比74.29%。

图表 5: 2022 年阴极铜贡献超 8 成营收 (亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 2022 年阴极铜贡献超 7 成毛利 (亿元)

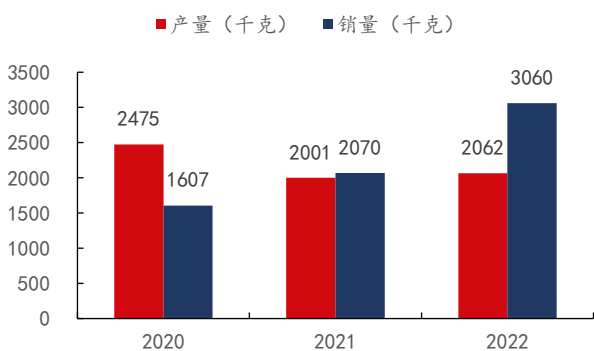


来源: Wind, 国联证券研究所

**贵金属作为重要补充。**2022年，公司加大贵金属销售力度，降低库存。贵金属实现营收占比13.50%，毛利占比14.43%。2021年同期，贵金属营收与毛利占比分别为8.42%、5.63%，显著增加。

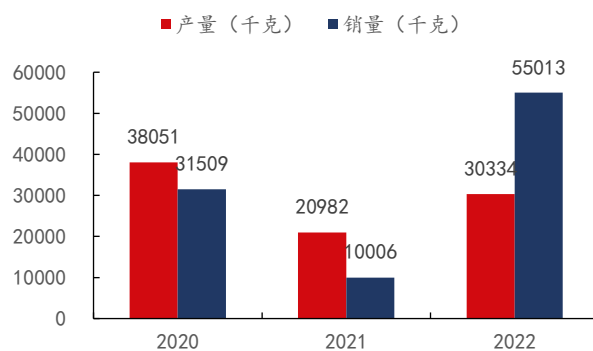
**综合毛利率处于同行较高水平。**得益于铜矿峪矿自然崩落法先进采矿工艺以及垣曲冶炼厂富氧底吹熔池熔炼工艺，一方面采矿成本大幅降低，同时还在冶炼环节实现较高的金属回收率。2022年综合毛利率为11.9%，在主要上市公司中位居前列。

图表 7: 近三年黄金产销情况



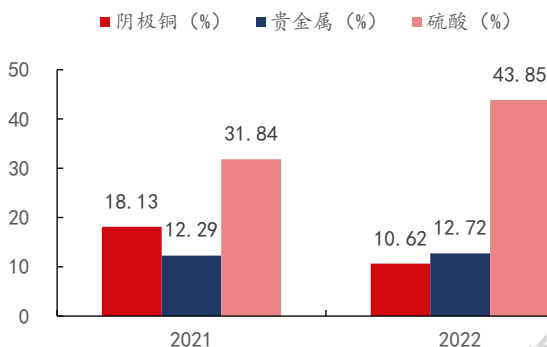
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 近三年白银产销情况



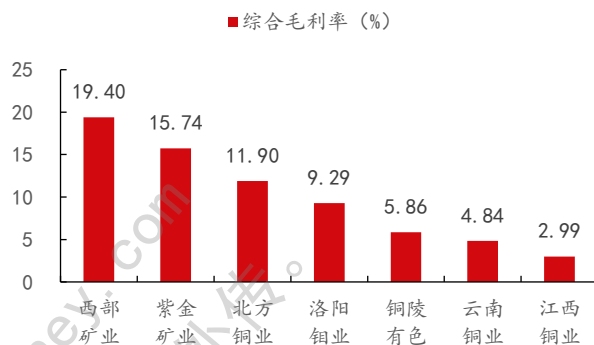
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 公司产品毛利率



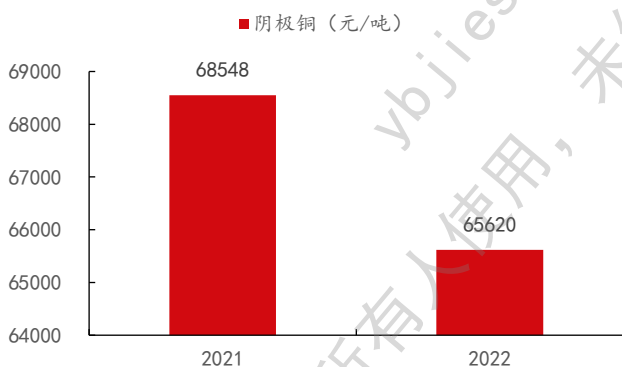
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10: 2022 年综合毛利率处于同行较高水平



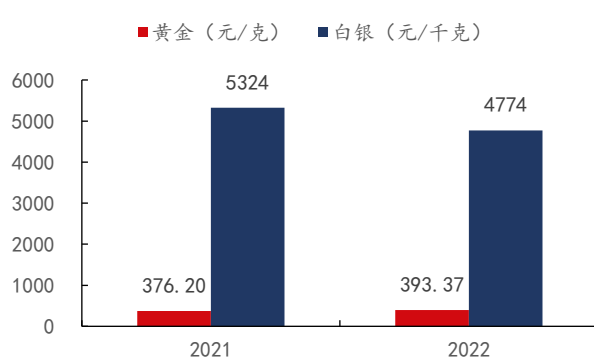
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 近两年阴极铜期货加权均价



来源: 上海期货交易所, 国联证券研究所

图表 12: 近两年贵金属期货加权均价



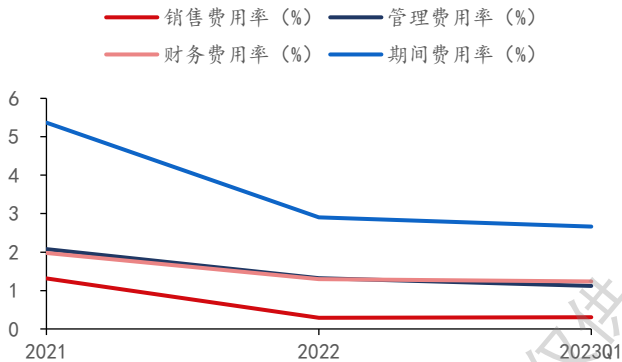
来源: 上海期货交易所, 国联证券研究所

**费用管控能力显著改善。**在原有化工业务置出后, 销售和管理费用大幅下降。同时, 还不断优化资本结构, 偿还银行借款, 减少利息支出, 财务费用进一步降低。截至 2023 年 Q1, 公司期间费用率降至 2.66%, 较之前明显下降。但与同行相比, 费用管控仍有继续优化的空间。

**资产负债结构稳健。**资产负债率不断降低, 长期偿债能力较强。一方面彰显公司稳健的资本结构, 另一方面也凸显公司未来具备较强融资能力, 为公司长期发展提供资金支持。



图表 13: 公司各项费用支出显著下降



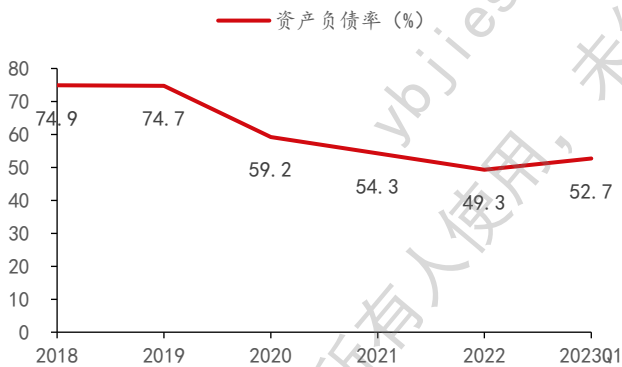
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 费用管控较同行仍有优化空间 (2023Q1)



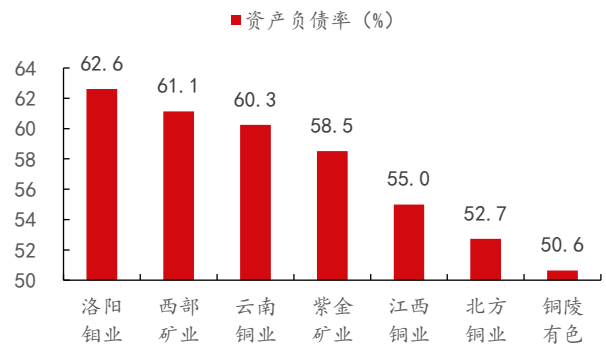
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 公司资产负债率下降



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 资产负债率处于同行较低水平 (2023Q1)



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 强链补链延链战略开启成长新时代

面对国内外经济新形势, 依托现有产业基础, 公司锚定产业转型和数字转型主攻方向, 努力扩大资源储备, 做强铜冶炼, 做优铜加工, 聚焦铜基新材料研发应用。制定“上游强链、中游补链、下游延链”规划, 以推动公司实现高质量发展。

### 2.1 持续探矿增储夯实资源储备

**持续推进探矿增储。**作为矿业公司, 资源是不可撼动的根本利益。铜矿峪矿资源深部探矿已被列入国家“十四五”重点规划项目, 公司已于 2021 年 10 月向山西省自然资源厅报送了《山西省垣曲县北方铜业股份有限公司铜矿峪矿协议出让铜矿深部探矿权可行性论证报告》。报告显示, 预估在探矿区(现有采矿权平面 80m 标高以下)预获铜矿石量 1.2 亿吨, 品位 0.57%, 金属量 68.4 万吨, 在铜矿峪矿原有的储量基础上新增了超过 50%的铜资源储量。另外, 还计划通过兼并、收购、控股、参股、与勘

查单位开展深度合作等举措，获取国内外优势资源，不断提高资源保障能力。

**整合控股股东相关资源。**控股股东中条山集团所属胡家峪矿业与篦子沟矿业主营业务为铜矿采选，与北方铜业存在业务重合。为解决同业竞争问题，中条山集团明确承诺，胡家峪矿业与篦子沟矿业不直接对外销售产品，铜矿采选后的铜精矿仅销售给北方铜业，不参与铜精矿的冶炼及销售，也不参与北方铜业的销售决策，不享有终端销售毛利。2021年2月5日，北方铜业与中条山集团签署了《托管协议》，对胡家峪矿业和篦子沟矿业进行托管。据公司年报，胡家峪矿业铜矿采矿权对应的储量剩余80万吨铜矿石尚未开采，篦子沟矿业铜矿采矿权对应的储量剩余50万吨铜矿石尚未开采。中条山集团还持有胡家峪矿业铜矿外围详查探矿权，尚未转为采矿权。控股股东体系内的矿产资源注入，进一步夯实公司资源储备。

## 2.2 扩大冶炼规模筑牢发展根基

**阴极铜冶炼业务采用矿产铜冶炼和外购铜原料冶炼相结合。**其中：矿产铜冶炼方式的生产成本相对稳定，盈利能力直接受阴极铜销售价格波动影响。而外购铜原料冶炼的利润来源为铜精矿加工费，国内铜冶炼加工费的高低直接影响公司外购铜原料冶炼业务的利润水平。一般而言，当铜精矿供应短缺时，矿山在对冶炼厂商的谈判中占据主动，其支付的TC/RC就会下降；反之，当铜精矿供应充裕时，TC/RC上涨。换言之，TC/RC与铜精矿供应量之间具有正向关系。近两年来，国际大型铜生产商新建或扩建矿山投产，铜精矿供应增加，加工费也相应走高。

**适时收购侯马北铜。**控股股东中条山集团所属侯马北铜主营业务铜冶炼，与北方铜业存在一定的业务重合。侯马北铜已于2018年10月起停工，正在进行年处理铜精矿80万吨综合回收项目的工程建设，尚未投产。控股股东中条山集团承诺，待项目正式建成投产后24个月内向上市公司非公开协议转让侯马北铜部分或全部股权。公司现有冶炼产能叠加侯马北铜新增约20万吨/年冶炼产能，届时公司铜冶炼产能有望达到30万吨/年以上经济规模。

图表 17: 近两年来铜精矿粗炼费呈现上升趋势



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 近两年来铜精矿精炼费呈现上升趋势



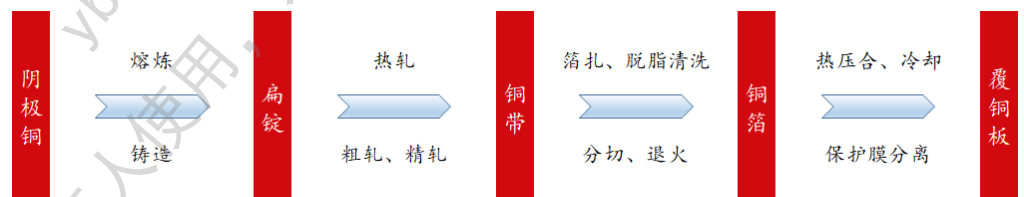
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.3 布局铜基新材料构建竞争新优势

**公司布局铜基新材料产业。**为优化产业结构，延伸铜产业链，布局铜基新材料产业，2022年11月，公司全资收购中条山集团所属北铜新材。北铜新材主营业务是铜及铜合金、高精度铜板带、高性能压延铜箔、覆铜板的生产与销售。公司在建的年产5万吨高性能压延铜带箔和200万平米覆铜板项目生产流程主要包括铸锭、铜带、铜箔、挠性覆铜板4个生产工艺。阴极铜通过熔炼、铸造形成扁锭，扁锭通过热轧、粗轧、精轧等工艺形成铜带产品，再通过箔轧、脱脂清洗、分切、退火等工艺产出铜箔产品，铜箔进一步经过热压合、冷却、保护膜分离形成挠性覆铜板。压延铜箔具有高强度、高导电、高挠性、低粗糙度的独特优势，广泛应用于覆铜板、新能源电池、石墨烯薄膜制备、航空航天、5G通讯等领域。公司产品定位替代进口，填补国内高性能压延铜箔及挠性覆铜板市场空白。

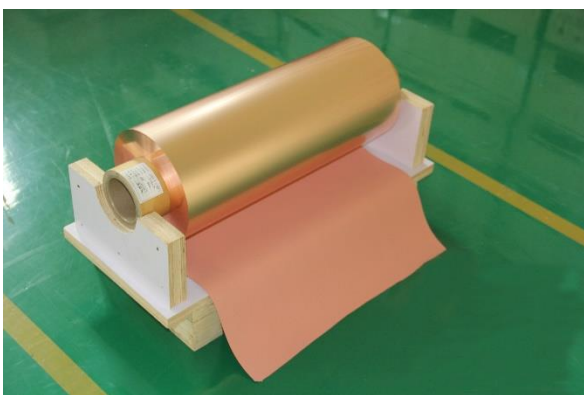
**项目分两期进行。**建设投资金额为22.14亿元，达产后预计年销售收入为32.20亿元，年净利润为3.71亿元，项目投资回收期为7.6年（含建设期）。一期项目高性能压延铜带箔项目于2021年3月份开工建设，目前正按计划安排项目投产。目前铜箔车间一条生产线，产能2500吨。4月底产出部分硬态光箔产品，预计6月底产出表面处理箔产品，熔铸车间预计6月份产出铸锭产品，铜带车间预计9月份产出铜带产品。二期覆铜板项目计划于2024年开工建设，预计建设周期2年。

图表 19: 北铜新材铜基新材料工艺流程



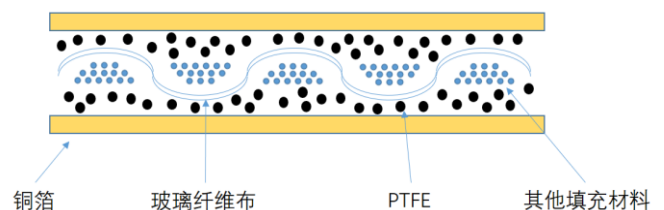
来源：国联证券研究所

图表 20: 压延铜箔



来源：中国有色矿业集团官网，国联证券研究所

图表 21: 覆铜板

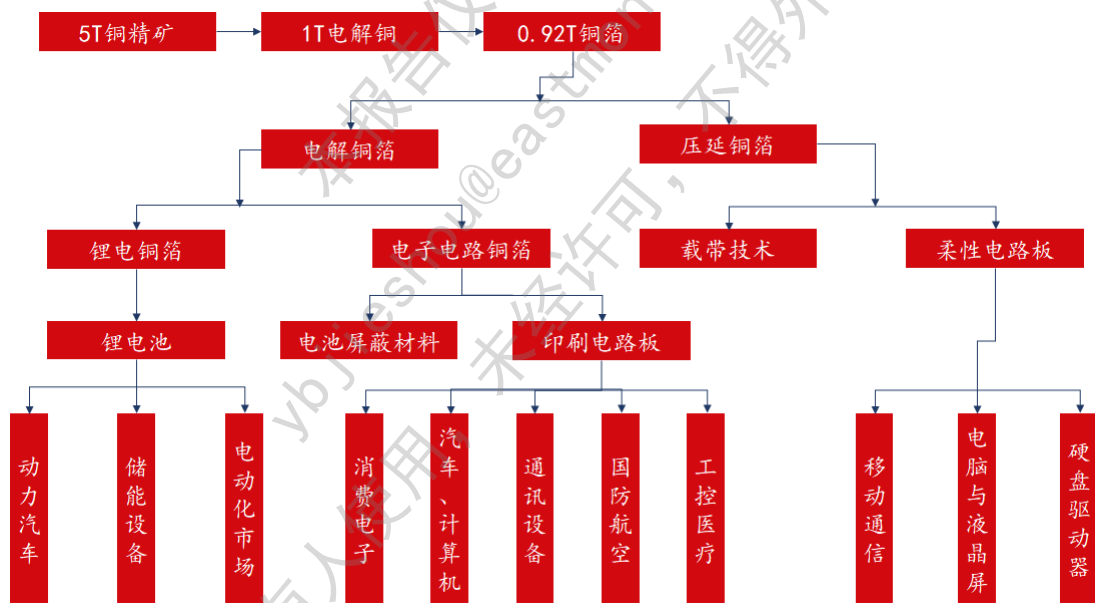


来源：中英科技招股书，国联证券研究所

**压延铜箔发展空间值得期待。**压延铜箔生产工艺难以掌握，生产装备水平要求很高，特别是超薄铜箔的核心技术基本掌握在有限的几个外企手中。但由于压延铜箔产

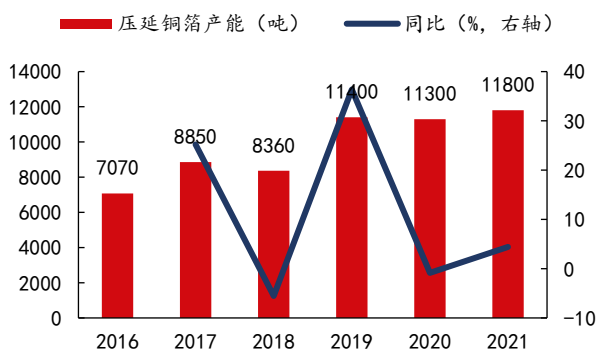
品附加值高，利润可观，成为近年国内铜行业投资的热门产品。根据中国电子材料行业协会统计数据，2021年国内压延铜箔产能达11800吨，较2020年增加500吨，同比增长4.42%。随着产能增加，产量也随之增长，2021年中国压延铜箔产量完成9224吨，较2020年增加了841吨，同比增长10.03%。全球压延铜箔生产企业主要有日本日矿公司，美国奥林公司，德国舒伦克公司，中国有灵宝金源朝辉、山东天和、山东奥博特、苏州福田和众源新材五家。日本日矿公司是全球压延铜箔行业标杆，产量占据全球压延铜箔的70%。

图表 22: 铜箔产业链



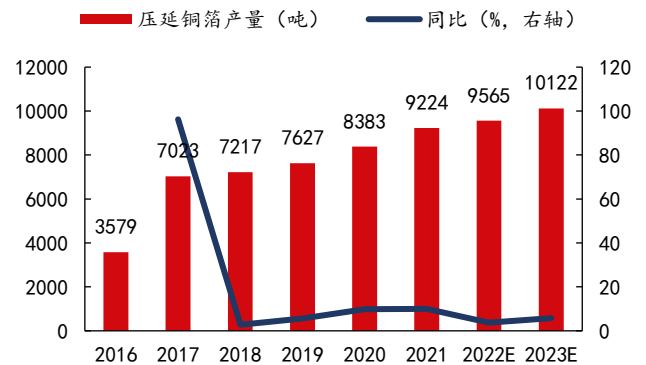
来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 23: 2016-2021 国内压延铜箔产能



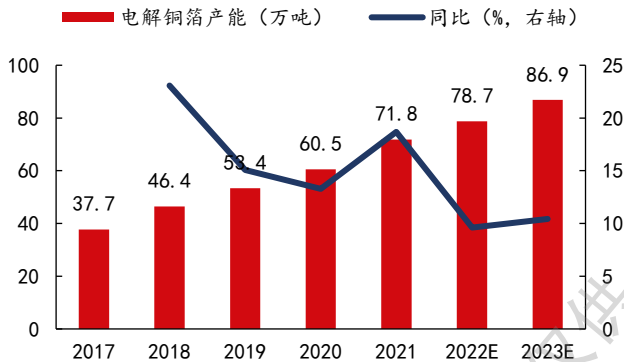
来源：中商产业研究院，国联证券研究所

图表 24: 国内压延铜箔产量预测



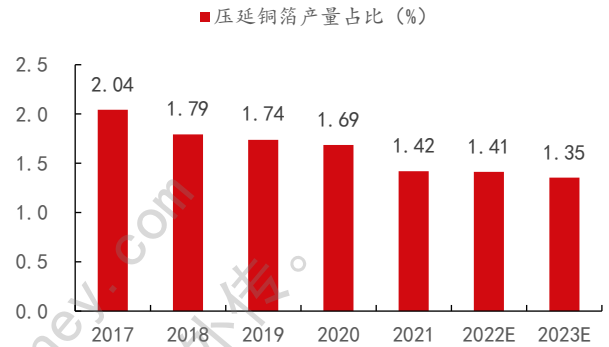
来源：中商产业研究院，国联证券研究所

图表 25: 电解铜箔产能



来源: 中商产业研究院, 国联证券研究所

图表 26: 压延铜箔产量占比



来源: 中商产业研究院, 国联证券研究所

### 3. 供需紧平衡推动铜价重心上移

回顾 2022 年, 受美联储激进加息与经济放缓担忧双重压力, 铜价一度大跌。进入四季度, 在国内防疫政策调整优化以及美联储加息力度边际放缓支撑下, 铜价自低位持续反弹。2023 年二季度, 国内经济复苏不及预期, 铜价再次下探。我们认为, 当前美联储加息进程接近尾声, 将削弱对铜价约束。同时, 中国成为疫后全球经济复苏引擎, 宏观与行业政策支持有望刺激铜需求。短期面临供给压力, 库存水平处于历史低位、长期矿产资本开支不足等因素仍将支撑铜价, 价格重心有望进一步上移。

图表 27: 2022 年来国内外铜价走势



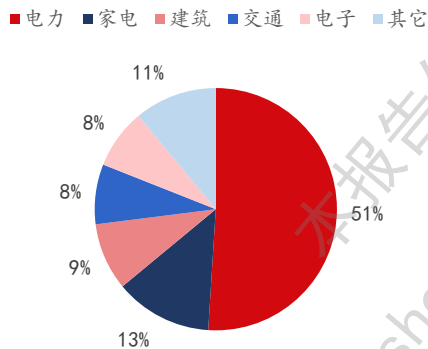
来源: Wind, 国联证券研究所

#### 3.1 能源转型战略催生铜需求



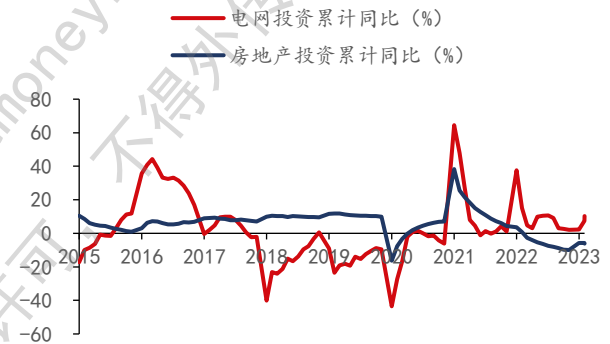
从需求端看，电力占铜消费 51%，家电与建筑合计占比超过 20%。近年来，电网建设以及房地产相关的家电行业对铜需求拉动作用减弱，以新能源汽车为代表的清洁能源对铜的需求保持良好韧性。根据国务院办公厅印发的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，目标是到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，发展前景广阔。能源转型将重塑铜供需结构，拉动需求。

图表 28: 铜消费结构



来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 29: 电力与房地产投资放缓



来源：Wind，国联证券研究所

除新能源汽车外，光伏以及风电等领域对铜的需求也呈现上升趋势。据 SMM 预测，到 2026 年，新能源领域耗铜占比有望从 2022 年的 9% 上升至 21%。

图表 30: 新能源汽车前景广阔



来源：Wind，国联证券研究所

图表 31: 光伏、风电以及新能源汽车耗铜占比预测

万金属吨		2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
光伏	中国	24	38	56	75	96	103
	除中国	52	61	95	114	156	197
风电	中国	37	22	30	34	38	42
	除中国	25	22	39	39	47	55
新能源汽车	中国	28	55	63	79	92	106
	除中国	23	29	38	47	58	69
合计	中国	89	115	149	188	226	251
	除中国	100	112	172	200	261	321
测算	合计铜消费量	189	227	321	388	487	572
	全球铜消费量	2415	2452	2522	2603	2685	2778
	耗铜占比 (%)	8	9	13	15	18	21

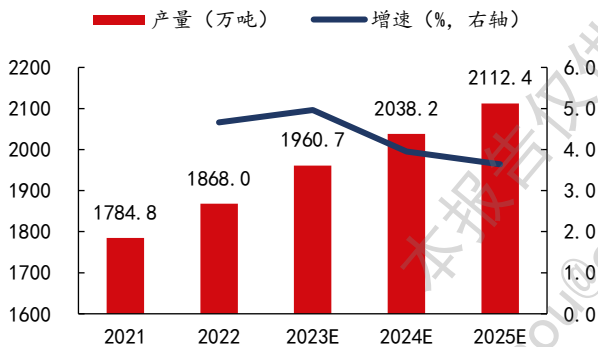
来源：SMM，国联证券研究所

### 3.2 供给逐步转向短缺推升铜价

2023 年，随着疫情影响逐渐消退，铜供需格局或由此前的紧平衡转为供给略大于需求，铜精矿原料缺口缩窄、供应偏宽松或将贯穿全年。据 SMM 预计，全球铜精矿供需平衡将于 2023 年达到峰值，过剩 21.6 万吨。其中：2022-2023 年供应端主要

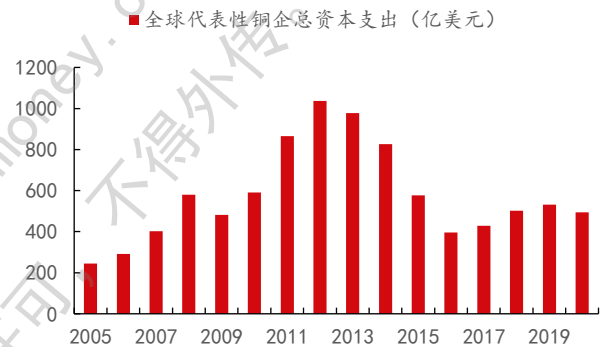
以大型矿山新增产量为主，2024年后铜增量将以原有矿山产量和扩建产量为主。具体来看，预计2023-2025年全球铜精矿产量分别为1961/2038/2112万吨，对应增速分别为5.0%/4.0%/3.6%。但由于全球矿产资本开支周期总体呈下行趋势，2025年开始全球铜矿供应有望再度转为供不应求格局。

图表 32: 全球铜精矿产量预测



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 33: 全球代表性铜企总资本支出下降



来源: 紫金矿业年报, 国联证券研究所

图表 34: 全球铜精矿供需平衡表

单位: 千吨	2021	2022	2023E	2024E	2025E
铜精矿产量	17848	18680	19607	20382	21124
冶炼损失	361	385	313	330	342
铜粗炼量	17472	18247	19012	19886	20876
埋没库存量	41	62	66	59	55
全球铜精矿供需平衡	-26	-14	216	107	-150

来源: SMM, 国联证券研究所

图表 35: 全球精炼铜供需平衡表

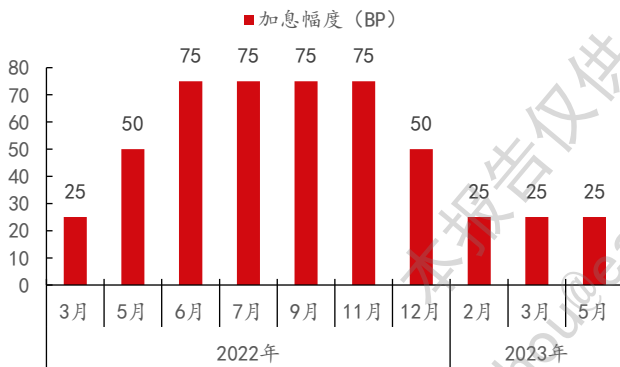
单位: 万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
全球精炼铜产量	2345	2352	2356	2413	2465	2552	2618	2690	2738
中国	873	894	930	998	1042	1122	1157	1205	1255
中国以外	1472	1458	1426	1415	1423	1430	1461	1485	1483
全球精炼铜消费量	2353	2358	2320	2415	2452	2522	2603	2685	2778
中国	1199	1205	1291	1361	1390	1418	1441	1461	1506
中国以外	1154	1153	1029	1054	1063	1104	1162	1224	1272
供需平衡	-8	-6	36	-2	13	30	15	5	-40
其中精铜替代废铜	28	12	25	10	25	0	0	0	0
调整后供需平衡	-36	-18	11	-12	-12	30	15	5	-40

来源: SMM, 国联证券研究所

### 3.3 预计加息渐入尾声及避险需求提振贵金属

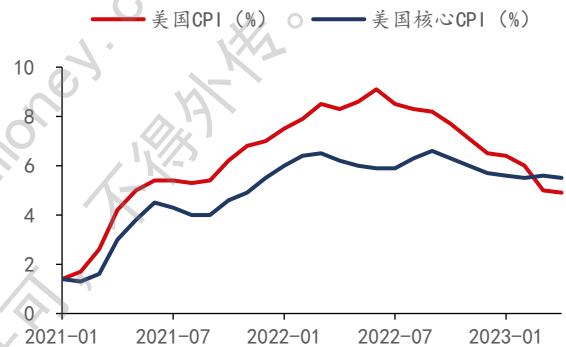
2022 年来，为应对持续攀升的通胀压力，美联储将基准利率自 0-0.25% 大幅上调至 5-5.25%。随着通胀回落以及风险加大，我们认为，本轮加息周期预计渐入尾声。

图表 36: 2023 年来加息力度趋缓



来源: Wind, 国联证券研究所

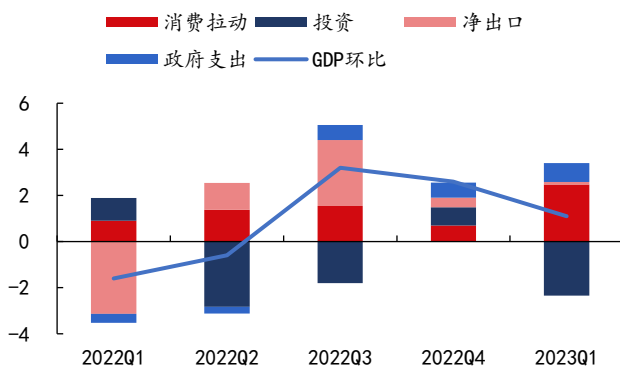
图表 37: 美国通胀压力高位回落



来源: Wind, 国联证券研究所

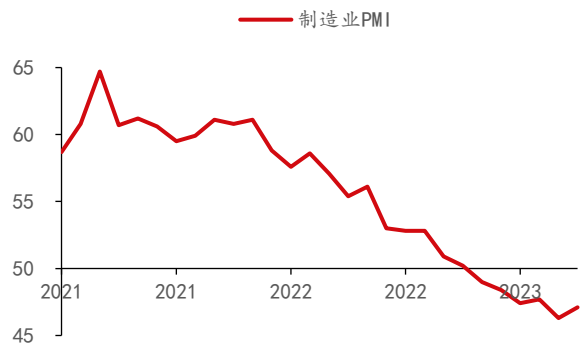
**避险需求提振贵金属。**一是经济放缓担忧。美国一季度 GDP 环比 1.3%，连续两个季度回落，衡量经济景气程度的制造业 PMI 连续 6 个月位于 50 下方。二是银行业系统性风险。3 月份以来，已有 3 家区域性银行倒闭。储户对银行存款安全性的担忧上升，银行存款大量流失，可能引发更多中小型银行面临风险。三是全球央行增持黄金储备。2022 年，全球央行共增持黄金储备 1136 吨，为 1950 年以来最大增持数量。其背后是美元信用危机，国际金融危机以来美联储货币政策负面效应外溢扰乱全球经济和金融市场秩序。美元霸权、美元武器化等，引发全球不安，新一轮去美元化浪潮到来。而黄金由于天然稀缺性以及价值稳定性，越来越多受到央行关注。

图表 38: 美国 GDP 连续两个季度放缓 (%)



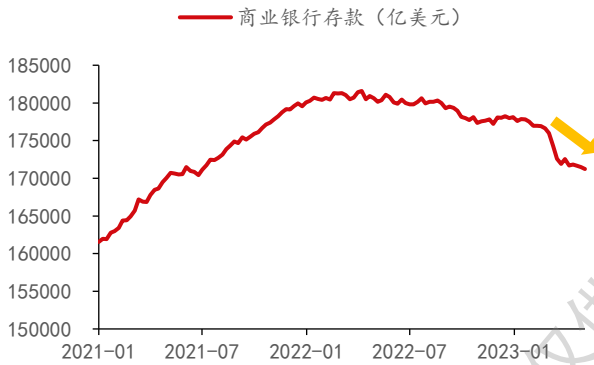
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 39: 美国制造业 PMI 连续 6 个月低于 50



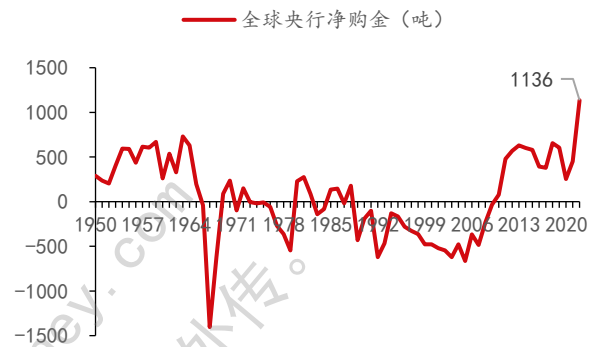
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 40: 银行危机之后美国商业银行存款加速流出



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 41: 2022 年全球央行净购金量创历史新高



来源: 世界黄金协会, 国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 核心假设:

**1. 阴极铜:** 据年报, 2023 年计划生产铜精矿 4.23 万吨, 阴极铜 12.5 万吨。假设 2024-25 年按照年处理矿石量 900 万吨、品位分别为 0.5%/0.52% 计算, 则矿产铜精矿分别为 4.50/4.68 万吨。假设 2023-25 年阴极铜产量分别为 12.5/14.5/15.5 万吨, 则外购铜原料分别为 8.27/10/10.82 万吨。短期由于海外大型铜矿山新扩建项目投产, 供应整体偏宽松。但全球铜企资本开支周期总体呈下行趋势以及能源转型催生铜需求, 铜供应转为供不应求格局, 驱动铜价重心或整体上移。假设 2023-25 年营收增速分别为 -8.6%/19.6%/8.8%, 对应毛利率分别为 14.6%/13.8%/13.4%。

**2. 贵金属:** 据年报, 2023 年计划生产金锭 2.8 吨、银锭 20.87 吨。2024-25 年随着铜精矿产量以及外购铜原料增加, 假设金锭、银锭产量分别为 2.9/3.1 吨与 36/40 吨。美联储加息预计渐入尾声以及经济放缓压力、银行系统性风险以及全球去美元化浪潮触发避险需求, 贵金属价格有望延续当前上涨趋势。假设 2023-25 年营收增速分别为 -5.6%/12.4%/0.6%, 对应毛利率分别为 18%/19.8%/20.6%。

**3. 硫酸:** 据年报, 2023 年计划生产硫酸 44 万吨。随着冶炼产能上升, 副产品硫酸产量也随之增加, 预计 2024-25 年产量分别为 52/53.5 万吨。假设 2023-25 年营收增速分别为 -74.3%/47.7%/16.6%, 对应毛利率分别为 28%/30%/32%。

**4. 其它:** 假设 2023-25 年压延铜箔产量分别为 500/1500/2000 吨, 销售均价分别为 90000/90000/90000 元/吨。营收增速分别为 -68.4%/200%/66.7%, 对应毛利率分别为 10.2%/20.6%/21.8%。

图表 42: 公司营收测算汇总 (亿元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入合计</b>	<b>99.65</b>	<b>106.80</b>	<b>95.83</b>	<b>114.60</b>	<b>124.27</b>
<b>YOY</b>	<b>16.85%</b>	<b>7.18%</b>	<b>-10.27%</b>	<b>19.58%</b>	<b>8.44%</b>
<b>毛利率</b>	<b>18.35%</b>	<b>11.90%</b>	<b>15.14%</b>	<b>14.79%</b>	<b>14.58%</b>
<b>阴极铜</b>					
收入	79.18	88.90	81.25	97.17	105.72
YOY		12.27%	-8.61%	19.60%	8.80%
毛利率	18.13%	10.62%	14.6%	13.8%	13.4%
<b>贵金属</b>					
收入	8.39	14.42	13.61	15.30	15.38
YOY		71.90%	-5.61%	12.42%	0.57%
毛利率	12.29%	12.72%	18.0%	19.8%	20.6%
<b>硫酸</b>					
收入	1.51	2.06	0.53	0.78	0.91
YOY		36.1%	-74.31%	47.73%	16.60%
毛利率	31.84%	43.85%	28%	30%	32%
<b>其它</b>					
收入	1.60	1.43	0.45	1.35	1.80
YOY	-12.45%	-10.93%	-68.44%	200%	66.67%
毛利率	31.96%	37.37%	10.20%	20.60%	21.80%

来源: iFinD, 国联证券研究所预测

基于以上核心假设,我们预计,2023-25年公司营收分别为95.83/114.60/124.27亿元,对应增速分别为-10.3%/19.6%/8.4%,3年CAGR为5.2%;归母净利润分别为7.31/8.77/9.56亿元,对应增速分别为19.9%/19.9%/9.0%;3年CAGR为16.2%;EPS分别为0.41/0.49/0.54元。

## 4.2 估值与投资建议

选取与北方铜业主营业务类似的江西铜业、西部矿业、紫金矿业、铜陵有色、云南铜业,采用PE估值法,2023年可比公司PE均值为9.7倍。考虑到公司布局铜基新材料产业链,压延铜箔和覆铜板市场前景良好,具备成长潜力,给予公司2023年18倍PE,对应目标价为7.38元。首次覆盖,给予“买入”评级。



**图表 43: 可比公司估值对比**

股票代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元)	PE (X)		
				2023E	2024E	2025E
600362	江西铜业	384.1	18.51	9.21	8.88	7.99
601168	西部矿业	249.7	10.48	8.59	7.62	6.86
601899	紫金矿业	2216.7	10.80	11.97	10.55	9.14
000630	铜陵有色	309.5	2.94	9.67	7.98	6.73
000878	云南铜业	220.2	10.99	9.30	7.75	6.62
平均值				9.7	8.6	7.5
000737	北方铜业	40.0	5.51	13.69	10.92	9.56

来源: iFinD, 国联证券研究所 (股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价, 除紫金矿业外可比公司 PE 为 iFinD 一致预期)

## 5. 风险提示

1) **市场波动风险。**公司主要产品阴极铜和贵金属, 受宏观经济与下游市场需求影响较大, 价格下跌影响公司经营业绩。

2) **汇率波动风险。**公司冶炼所需原料中, 进口铜精矿占比较大, 普遍采用美元结算。若汇率发生较大波动或公司未能有效地控制汇率波动的风险, 则可能导致公司产生汇兑损失, 进而对公司的盈利能力带来负面影响。

3) **安全与环保风险。**矿石采选以及冶炼过程中, 发生安全事故或环境破坏导致公司减产甚至停产, 影响公司正常经营。

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1175	1164	1029	1301	1849	营业收入	9965	10680	9583	11460	12427
应收账款+票据	1	3	68	82	88	营业成本	8136	9409	8133	9765	10615
预付账款	511	497	529	633	686	税金及附加	125	120	116	139	151
存货	2693	1675	2181	2619	2847	营业费用	131	31	106	127	138
其他	154	69	229	274	297	管理费用	212	142	182	218	236
<b>流动资产合计</b>	<b>4534</b>	<b>3408</b>	<b>4037</b>	<b>4908</b>	<b>5767</b>	财务费用	197	138	104	75	45
长期股权投资	0	0	0	1	1	资产减值损失	-38	-80	-42	-50	-54
固定资产	3488	3456	3074	2832	2679	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	622	1239	1596	1753	1643	投资净收益	-24	-1	-1	-1	-1
无形资产	230	224	187	149	112	其他	2	7	43	42	42
其他非流动资产	223	165	165	165	165	<b>营业利润</b>	<b>1104</b>	<b>766</b>	<b>941</b>	<b>1127</b>	<b>1228</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4564</b>	<b>5084</b>	<b>5022</b>	<b>4900</b>	<b>4600</b>	营业外净收益	-11	-4	-8	-8	-8
<b>资产总计</b>	<b>9098</b>	<b>8492</b>	<b>9059</b>	<b>9807</b>	<b>10367</b>	<b>利润总额</b>	<b>1093</b>	<b>762</b>	<b>933</b>	<b>1119</b>	<b>1219</b>
短期借款	807	180	0	0	0	所得税	256	152	201	241	263
应付账款+票据	261	408	547	657	714	<b>净利润</b>	<b>836</b>	<b>610</b>	<b>732</b>	<b>878</b>	<b>957</b>
其他	2037	1082	1467	1761	1914	少数股东损益	0	0	1	1	1
<b>流动负债合计</b>	<b>3105</b>	<b>1670</b>	<b>2014</b>	<b>2418</b>	<b>2628</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>837</b>	<b>610</b>	<b>731</b>	<b>877</b>	<b>956</b>
长期带息负债	1783	2398	1888	1355	747	<b>财务比率</b>					
长期应付款	3	2	2	2	2		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
其他	107	116	116	116	116	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1893</b>	<b>2516</b>	<b>2007</b>	<b>1473</b>	<b>866</b>	营业收入	16.9%	7.2%	-10.3%	19.6%	8.4%
<b>负债合计</b>	<b>4999</b>	<b>4186</b>	<b>4021</b>	<b>3891</b>	<b>3494</b>	EBIT	22.0%	-30.2%	15.2%	15.1%	6.0%
少数股东权益	0	0	1	1	2	EBITDA	18.1%	-26.8%	80.8%	19.9%	17.8%
股本	1772	1772	1772	1772	1772	归母净利润	35.3%	-27.1%	19.9%	19.9%	9.0%
资本公积	1923	1571	1571	1571	1571	<b>获利能力</b>					
留存收益	404	963	1694	2571	3527	毛利率	18.4%	11.9%	15.1%	14.8%	14.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>4099</b>	<b>4306</b>	<b>5038</b>	<b>5916</b>	<b>6873</b>	净利率	8.4%	5.7%	7.6%	7.7%	7.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9098</b>	<b>8492</b>	<b>9059</b>	<b>9807</b>	<b>10367</b>	ROE	20.4%	14.2%	14.5%	14.8%	13.9%
<b>现金流量表</b>						ROIC	16.7%	11.1%	11.6%	13.3%	13.6%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
净利润	836	610	732	878	957	资产负债	54.9%	49.3%	44.4%	39.7%	33.7%
折旧摊销	296	261	1062	1323	1700	流动比率	1.46	2.04	2.00	2.03	2.19
财务费用	197	138	104	75	45	速动比率	0.41	0.71	0.64	0.67	0.83
存货减少	-583	1018	-506	-438	-228	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-739	926	-238	-196	-101	应收账款周转率	18229.09	3129.96	140.52	140.52	140.52
其它	672	-838	477	409	199	存货周转率	3.02	5.62	3.73	3.73	3.73
<b>经营活动现金流</b>	<b>680</b>	<b>2115</b>	<b>1631</b>	<b>2051</b>	<b>2573</b>	总资产周转率	1.10	1.26	1.06	1.17	1.20
资本支出	-724	-592	-1000	-1200	-1400	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	120	-9	0	0	0	每股收益	0.47	0.34	0.41	0.49	0.54
其他	214	-8	29	29	29	每股经营现金流	0.38	1.19	0.92	1.16	1.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-390</b>	<b>-608</b>	<b>-971</b>	<b>-1171</b>	<b>-1371</b>	每股净资产	2.31	2.43	2.84	3.34	3.88
债权融资	-1864	-12	-690	-533	-608	<b>估值比率</b>					
股权融资	1224	0	0	0	0	市盈率	11.7	16.0	13.4	11.1	10.2
其他	-441	-1700	-104	-75	-45	市净率	2.4	2.3	1.9	1.7	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1082</b>	<b>-1712</b>	<b>-794</b>	<b>-608</b>	<b>-653</b>	EV/EBITDA	9.8	10.0	5.5	4.4	3.3
<b>现金净增加额</b>	<b>-795</b>	<b>-212</b>	<b>-135</b>	<b>272</b>	<b>548</b>	EV/EBIT	12.1	12.9	11.2	9.2	7.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价

## 分析师声明

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

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

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

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

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

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

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695