

沪铜周度报告：供需良好，宏观压制

日期：2025.05.12

投研中心：孙连刚

投资咨询证号：Z0010869

目录

CONTENTS

1

行情综述

2

供给端-冶炼亏损

3

需求端-库存续降

4

宏观侧-贸易战降温

5

投资建议-回调买入



1.行情综述（商品市场）



- 文华商品指数在关税冲击下大幅走低，虽然之后略有反弹，但动能很弱，摇摇欲坠的感觉。本周有政策刺激但对商品来说，走出了一个小幅冲高又回落的态势，只能说投资者对宏观经济的悲观预期已根深蒂固，对宏观刺激严重脱敏。大家一致认为国内外经济形势严峻，常规的刺激政策已无法有效承接需求下行，同时对工业品来说，产能出清十分缓慢。鉴于此，商品市场现在肯定还未见底。

➤ 资料及图片来源：卓创、钢联、公开网络，江海汇鑫期货整理



1. 行情综述（沪铜）



➤ 5月6日-5月9日，沪铜主力合约维持窄幅震荡（77000-78500），周度加权持仓增加3.3万手。周三宣布降准0.5%，降息0.1%等刺激政策，并未有效抬升商品市场。覆巢之下无完卵，沪铜即使有基本面支撑，但也难以走出独立行情。新政策公布后，沪铜主力合约一度涨至78560，周五收盘价格跌至77450。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理



2. 供给端-量增利薄

上市铜企	净利润	同比	营业收入	同比
江西铜业	69.62	7.03%	5209.28	-0.18%
紫金矿业	320.51	51.76%	3036.40	3.49%
洛阳钼业	135.32	64.03%	2130.29	14.37%
云南铜业	12.65	-19.90%	1780.12	21.11%
铜陵有色	28.09	4.05%	1455.31	5.88%
金田股份	4.62	-12.29%	1241.61	12.36%
海亮股份	7.03	-37.10%	873.87	15.61%
白银有色	0.81	-25.18%	867.87	-0.21%
恒邦股份	5.37	4.07%	758.01	15.59%
楚江新材	2.30	-56.57%	537.51	16.06%
西部矿业	29.32	5.00%	500.26	17.00%
北方铜业	6.13	-1.37%	241.07	156.60%
众源新材	1.27	10.79%	93.21	22.94%
鹏欣资源	亏0.97	亏损收窄	51.33	-4.48%
鑫科材料	0.62	扭亏为盈	39.58	23.70%
精艺股份	0.28	15.57%	37.54	38.43%
电工合金	1.31	-3.62%	25.93	8.37%
斯瑞新材	1.17	19.21%	13.30	12.78%

数据来源: Mysteel 根据上市公司公告整理

- 2024年主要上市铜企的年报数据显示，虽然绝大部分企业仍有利润，但利润增幅远小于营业收入增幅，且净利润排名前三的铜企贡献了利润总额的近八成（这三家企业都有自营矿山），说明冶炼行业面临着较大的经营压力。再者，国内冶炼厂多受到一些行政压力，就业保障和税收保障等，想停产并不容易，但海外炼厂在面临压力时就比较随意。今年已有嘉能可旗下菲律宾PASAR炼厂、智利Altonorte炼厂停产的消息，未来会有更多停产发生。

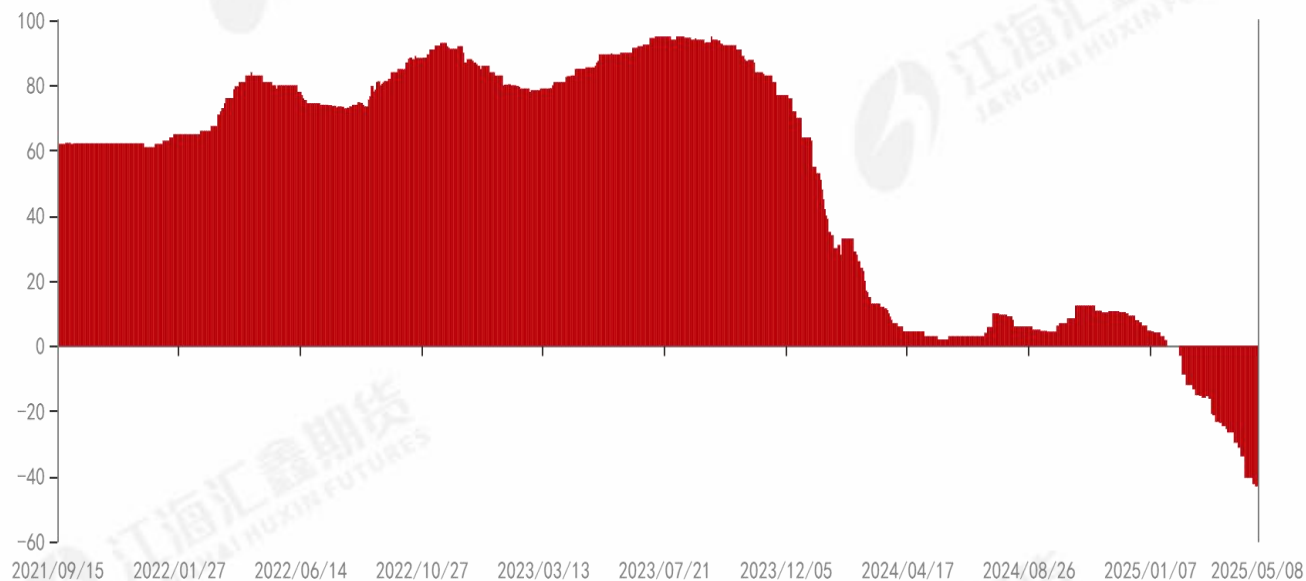


2. 供给端-冶炼亏损

冶炼加工费TC

■ 铜精矿：干净料：26%Cu：远期现货品牌价：以TC价计：Collahuasi（日）

单位：美元/干吨



- 电解铜供给端受限的故事已广为人知，也成为多头的主要心理支撑。从长期来说，全球现有大型铜矿的矿石品味逐步降低，新开铜矿又少，未来铜精矿产出受限；从短期来说，国内冶炼产能持续大幅走高，对矿石的竞争加剧，冶炼过程已然成为“亏本赚吆喝”。大型冶炼厂还好，有长协价保障（长单TC21美金，2024年80美金），但中小厂的现货TC已跌至-43美金。在不考虑副产品的情况下，TC低于20美金，冶炼过程将面临亏损。



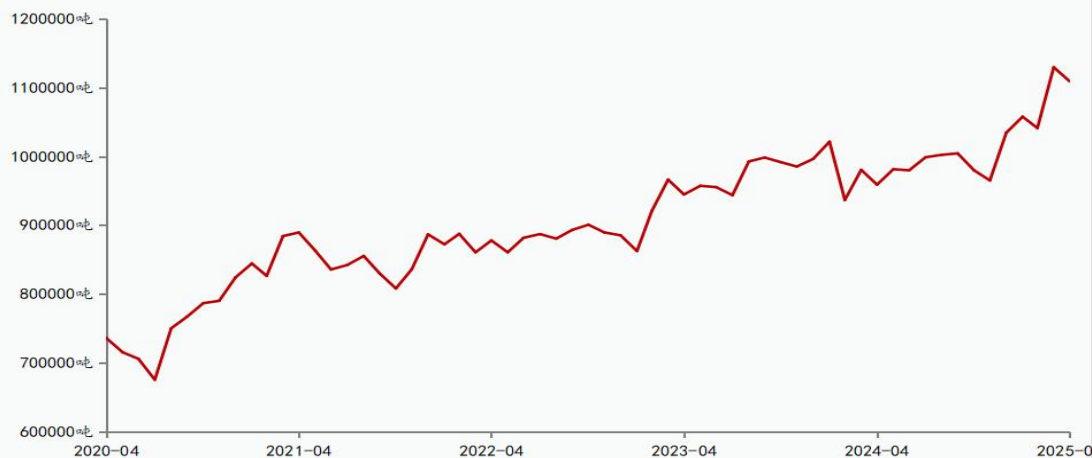
2. 供给端-冶炼盈亏

项目	长单	现货	备注
TC（美元/吨）	21.25	-43.1	
RC（美分/磅）	2.125	-4.31	
加工费收入（元/吨）	974	-1976	$(TC/矿石品位*干吨量+RC*铜金属量)*汇率$
加工成本（元/吨）	2000	2000	
副产品（硫酸，元/吨）	1984	1984	冶炼一吨电解铜将产生3吨硫酸，661.4元/吨
余热收入（元/吨）	200	200	
净利润（元/吨）	1158	-1792	未考虑其他伴生金属收入



2. 供给端-产量有望下降

国内电解铜产量



中国冶炼企业产能利用率



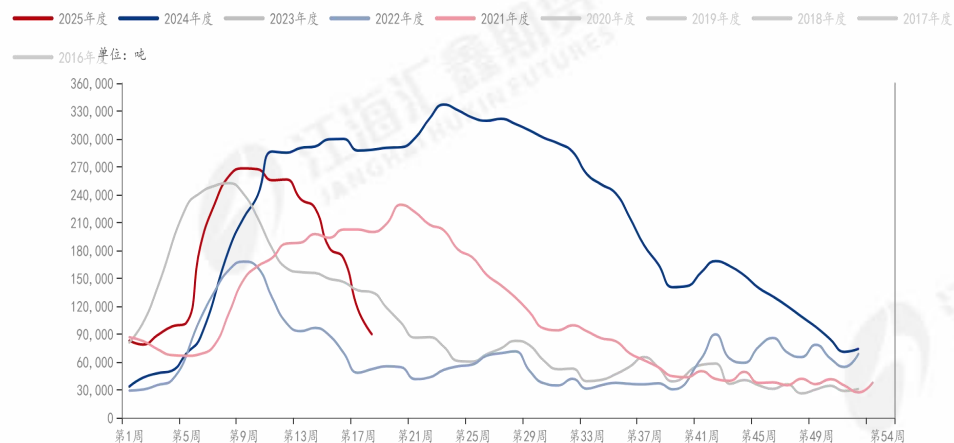
➤ 主流铜矿是硫化矿，火法炼铜过程中，会产生副产品（硫酸），还会少量析出其他金属（铜矿多为伴生矿，含有金、银等元素），还有超额铜产出（冶炼回收率99%，高于97%标准），这都是冶炼过程中的“额外收益”。2025年4月30日硫酸价格661元/吨，而去年同期硫酸价格345元/吨，且今年金、银等价格较去年都有大幅提升，“额外收益”的增加导致我国精炼铜产量增长。冶炼企业开工率低位波动，随着现货TC的持续下降以及硫酸价格高位回落，最新的产量数据显示，4月的精炼铜产出数量下降。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理

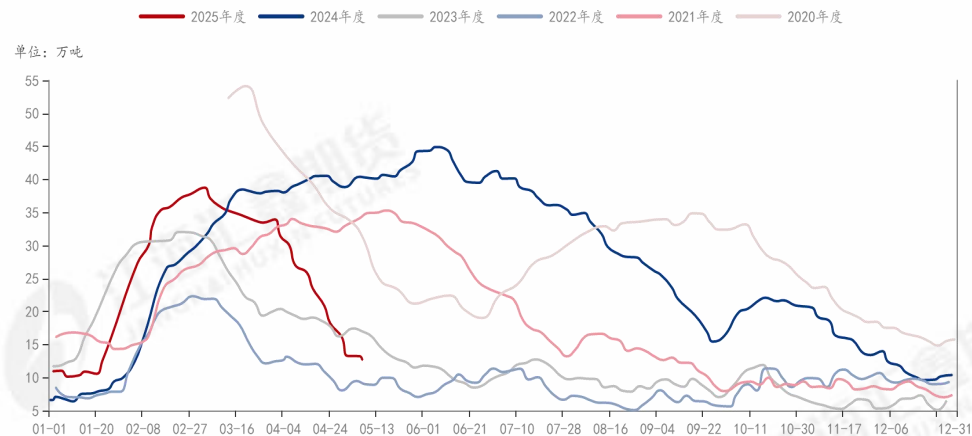


3. 需求端-库存续降

SHFE: 电解铜: 交割库库存 (周)

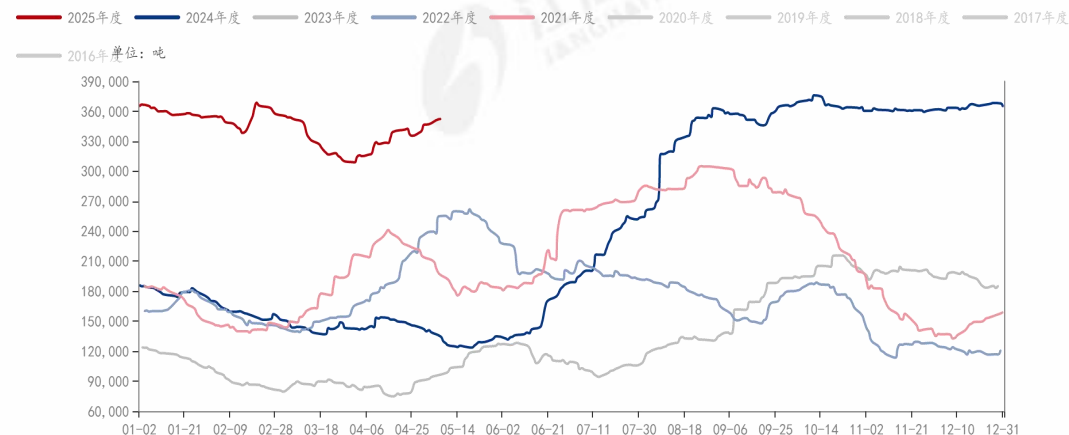


电解铜: 现货库存: 中国 (日)



➤ 海外显性库存小幅攀升，但国内库存快速走低，全球总体库存下降，显示在产量增长的情况下，需求表现优秀。也说明铜价在低于8万时并没有对需求造成严重抑制。

LME: 铜: 上期库存 (日) + COMEX: 铜: 期货库存 (日)



➤ 资料及图片来源: 卓创、铜联、公开网络, 江海汇鑫期货整理



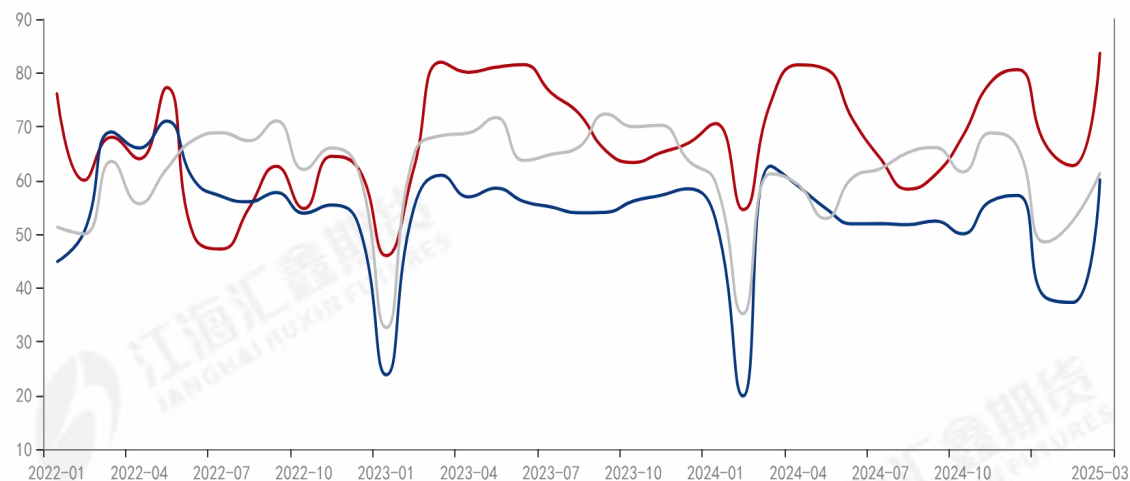
3. 需求端-电网投资

- 电网投资占铜消费40%以上，是最大的下游领域（主要用于配电网和变电设备，输电网用量较少）。2024年，电网工程完成投资6083亿，同比增长15.3%，增速同比提升10个百分点。2025年一季度，全国电网投资额766亿，同比增长14.7%。根据规划，2025年国家电网投资将首次超过6500亿，历史新高，同比增速6.9%，单项用铜量增长2.8%以上。

下游开工率

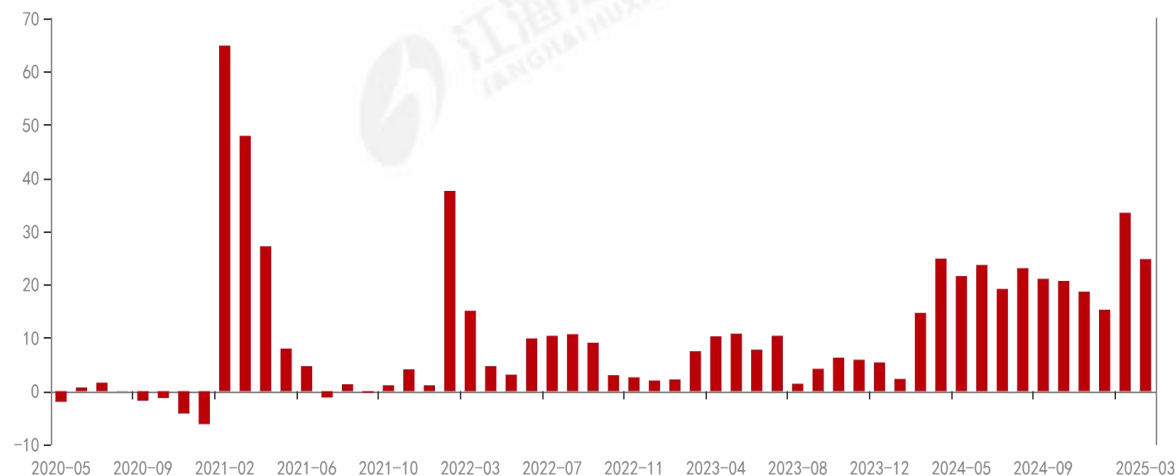
— 铜管：有色冶炼企业：产能利用率合计：中国（月） — 铜棒：有色冶炼企业：产能利用率：中国（月） — 精铜制杆：中国企业：产能利用率（月）

单位：百分比



电网工程投资完成额累计同比

单位：百分比

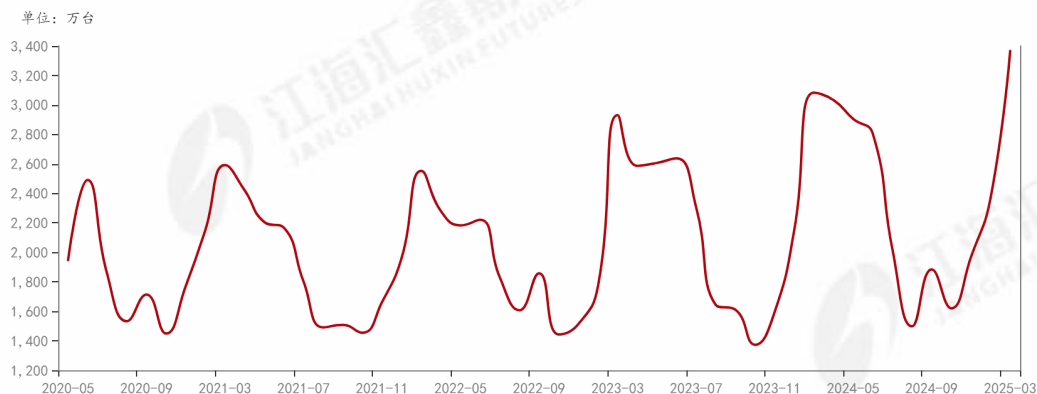


➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理

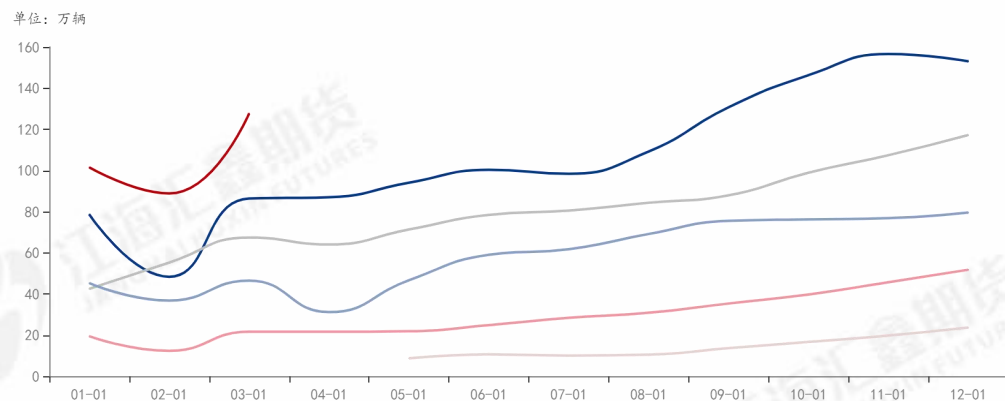


3. 需求端-其他下游

中国空调产量



中国新能源汽车产量



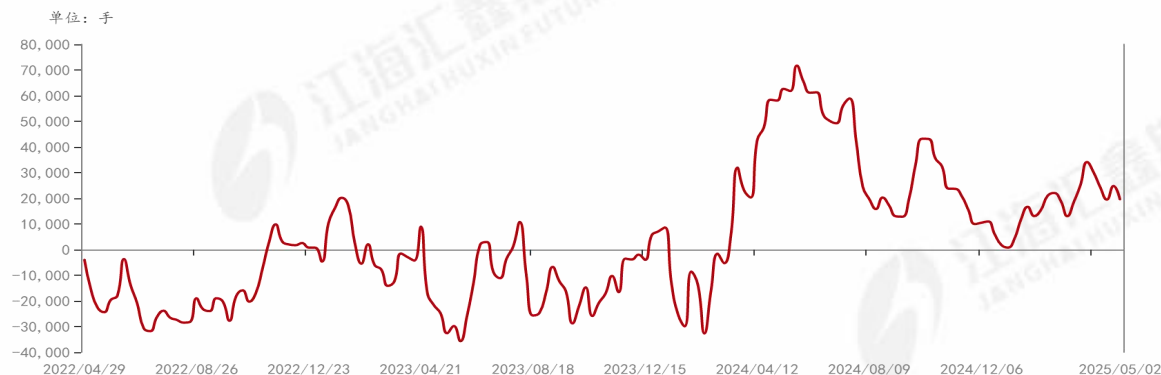
- 家电是铜消费的第二大领域，其中空调产量最大，用铜量也最多。今年一季度空调产量大幅增长，出口强劲。由于对美直接出口比例很低，所以中美贸易战并未对家电出口领域造成明显冲击。
- 燃油车平均用铜量20-23公斤，普通纯电动汽车用铜量77-83公斤，拥有智能驾驶技术的汽车在纯电动汽车用铜量的基础上再提升20%。由于国家对于汽车消费补贴的延续加码，2025年3月，新能源汽车产量达到127.7万辆，表现亮眼。
- 房地产领域是最大的拖累项，但由于本身在铜下游消费中的占比低于10%，整体影响有限。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理

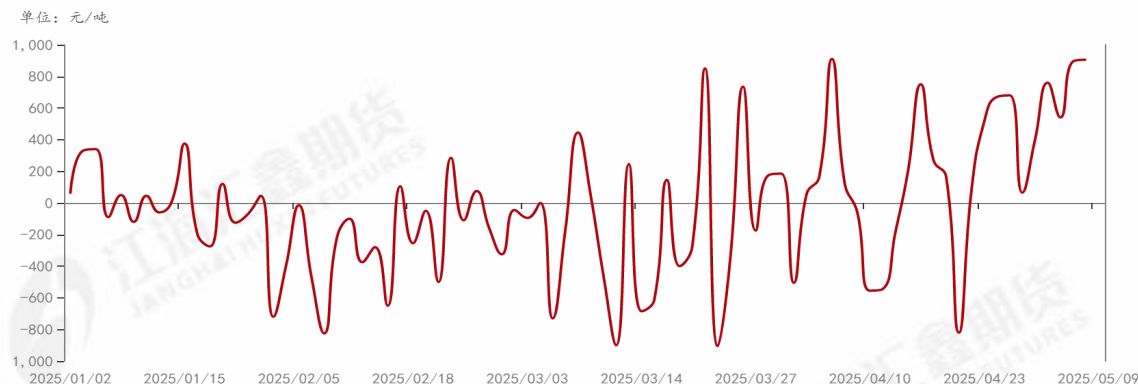


3. 需求端-其他数据

CFTC非商业持仓净头寸



基差



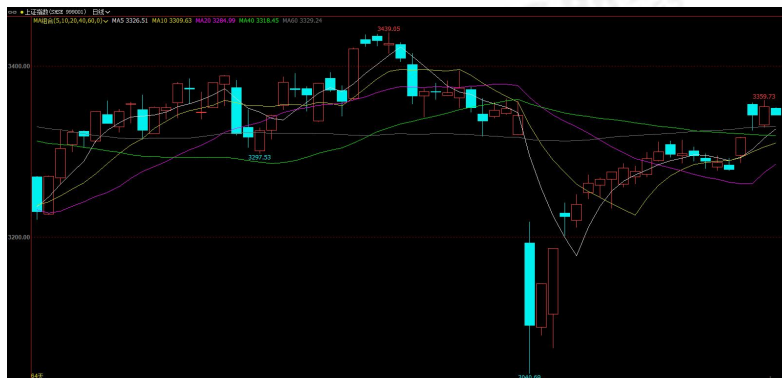
- 从基差数据看，现货价格比期货价格坚挺一些，表现在基差持续攀升。国内现货较为坚挺，也说明了前面讲的实际需求不错。
- 由于预期特朗普将要对精炼铜进口加征关税（232调查），美国投资者在期货上不断做多，导致全球现货铜流向美国。最新的CFTC非商业持仓净头寸数据显示，投资者对做多铜价的兴趣慢慢散去。

➤ 资料及图片来源：卓创、铜联、公开网络，江海汇鑫期货整理

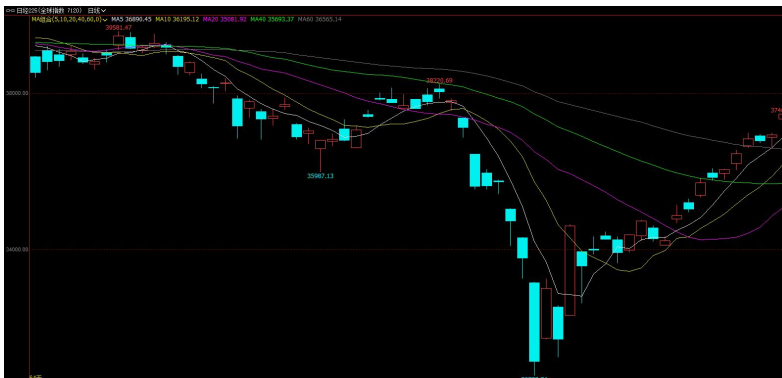


4. 宏观侧-贸易战降温

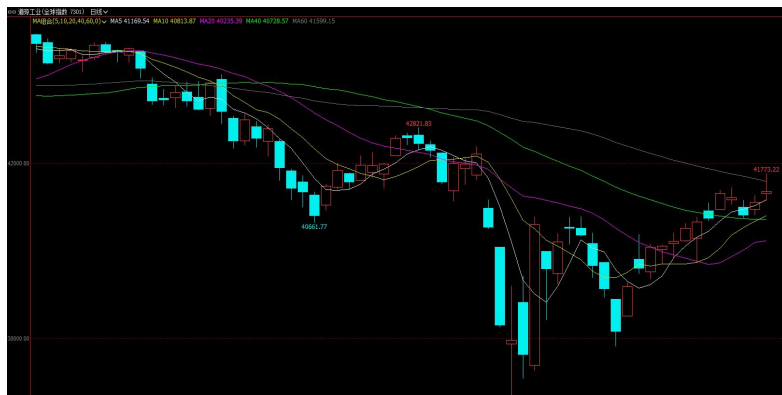
上证指数



日经指数



道琼斯工业指数



欧50指数



➤ 2025年4月2日，特朗普宣布对等关税，全球金融市场瀑布式下跌，之后对中国以外国家采取90天豁免，全球主要股市陆续收复下跌空间。现在中美开始就贸易问题进行谈判，关税事件对金融市场的恐慌性冲击基本平复。

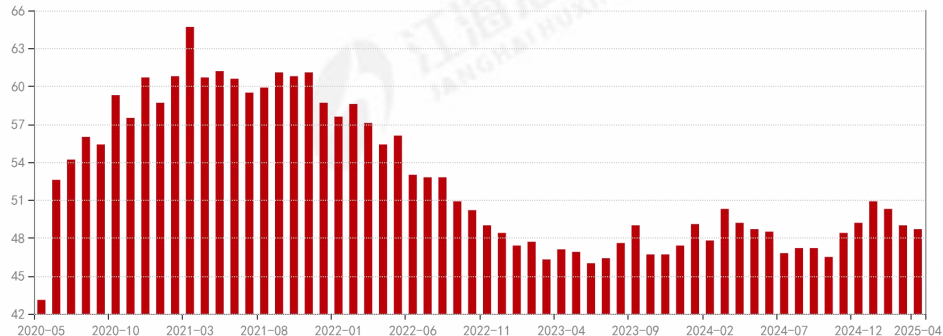
➤ 资料及图片来源：卓创、钢联、公开网络，江海汇鑫期货整理



4. 宏观侧-全球经济

美国ISM制造业PMI

单位：点



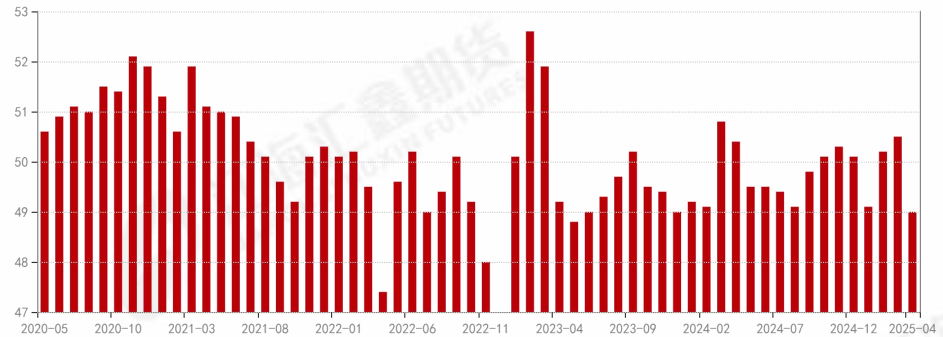
欧元区制造业PMI

单位：点



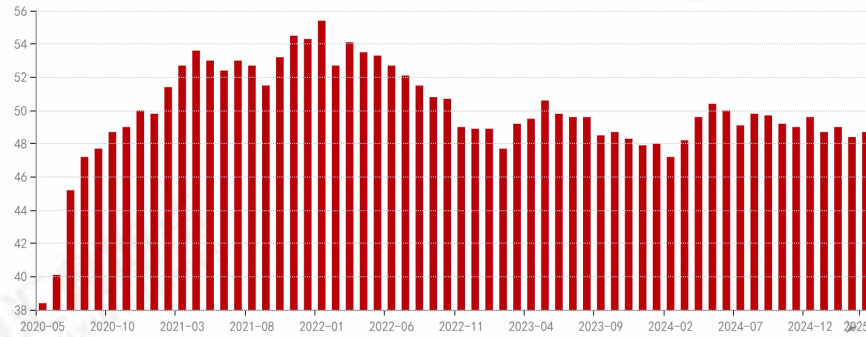
中国制造业PMI

单位：百分比



日本制造业PMI

单位：点



➤ 虽然贸易问题缓和，但全球经济依旧在泥潭中挣扎。过去二十年，是中国经济带着全球跑。新兴国家虽然在发展壮大，但毕竟不如当年中国那样上下一盘棋，所以，一旦中国经济失速，全球经济很难迈步向前。

资料及图片来源：卓创、钢联、公开网络，江海汇鑫期货整理



4. 宏观侧-美联储

- 铜的金融属性较强，一方面因其货值高、流通性好，是极佳的融资工具，因此对利率敏感；另一方面，金融化程度高，沉淀的全球资金量庞大。因此美联储的动向便对铜价影响较深。
- 5月8日，美联储发布议息决议，维持联邦基金利率区间在4.25%-4.5%，符合市场预期。但鲍威尔鹰派表态超预期，强调当前政策立场适宜性，淡化降息紧迫性，导致美元指数向上突破100大关。最新的美国就业数据亮眼（4月新增非农就业17.7万人，预期13.8万人），通胀率处于略高状态（3月PCE物价指数同比2.3%，预期2.2%，目标值2%），再叠加关税政策引发经济不确定性，市场对美联储降息的预期出现分化。美联储的态度对铜价造成压力。



5. 投资建议

供需逻辑概述：

供给端，矿端扰动不断（罢工、事故），产出上量困难；冶炼厂亏损，有停产预期。

需求端，库存持续去化；现货价格坚挺；下游需求良好。

铜是现在国内期货市场少有的基本面较优的品种，但国内商品市场走势较弱，且对经济刺激开始脱敏，在此大背景下，沪铜也难以独善其身。

操作建议：逢低做多为主，短期跌至75000附近可尝试做多，止损74000；若跌至71000附近做多更为安全，止损69500。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变化。我们力求报告内容的客观、公正，但报告中的任何观点、结论和建议仅供参考，不构成操作建议，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，由投资者自行承担结果。