

2025年2月家用空调产量同比增长43%，大超此前排产预期

——铜行业周报（20250317-20250321）

要点

本周小结：2月家用空调产量超预期，看好铜价上行。截至2025年3月21日，SHFE铜价80610元/吨，环比上周+0.1%；LME铜价9852美元/吨，环比上周+0.6%。（1）宏观：美联储3月维持利率不变，但放慢缩表；美国进口铜关税相关政策落地前，全球铜贸易流向美国，加剧美国以外铜市场紧张。（2）供需：2025年全球铜精矿产量增速将放缓，供给延续紧张；空调2月产量超预期，3-5月排产延续高增长，中国电网需求稳定，看好铜价上行。

库存：国内铜社库环比-3%，LME铜库存环比-4%。（1）国内港口铜精矿库存：截至2025年3月21日，国内主流港口铜精矿库存64.4万吨，环比上周+11.9%。

（2）全球电解铜库存：截至2025年3月10日，全球三大交易所库存合计58.0万吨（近6年同期最高），环比-5.4%。截至2025年3月20日，LME铜全球库存为22.5万吨，环比-3.9%；SMM铜社会库存34.6万吨，环比-2.6%。

供给：3月21日精废价差2235元/吨，环比上周-95元/吨。（1）铜矿：2024年12月中国铜精矿产量为15.2万吨，环比+9.5%，同比+6.9%；2025年1月全球铜精矿产量为190.5万吨，同比+3.3%。（2）废铜：截至2025年3月21日，精废价差为2235元/吨，环比-95元/吨。2025年2月废铜进口约15.5万金属吨，环比+2.2%，同比+26.8%。

冶炼：1-2月电解铜累计净进口量同比-18%。（1）产量：2025年2月SMM中国电解铜产量105.82万吨，环比+4.4%，同比+11.4%。（2）TC：截至2025年3月14日，TC现货价为-15.92美元/磅，环比上周-0.3美元/磅，仍处于2007年9月以来的低位。（3）净进口：2025年1-2月电解铜累计净进口48.4万吨，同比-17.7%。

需求：本周线缆开工率环比-2.7pct，2月家用空调产量同比+43%。（1）线缆：约占国内铜需求31%，线缆企业2025年3月20日当周开工率为74.53%，环比上周-2.68pct。（2）空调：约占国内铜需求13%，据产业在线2025年3月18日更新，2025年2月国内家用空调生产1678.5万台，同比+42.9%（此前2月排产预计数为同比+35.9%）。（3）铜棒：约占国内铜需求4.2%，黄铜棒2025年2月开工率为40.4%，环比-1.3pct、同比+13.7pct。

期货：SHFE铜活跃合约本周持仓环比+3%，COMEX非商业净多头持仓量+36%。截至2025年3月21日，SHFE铜活跃合约持仓量24.1万手，环比上周+3.4%，持仓量处1995年至今75%分位数。截至3月18日，COMEX非商业净多头持仓2.5万手，环比上周+35.5%，持仓量处1990年以来61%分位数。

投资建议：我们预计后续随供给收紧和需求改善，2025年铜价有望继续上行。推荐金诚信、紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业，关注五矿资源。

风险分析：国内外经济不及预期；铜价上涨抑制下游需求；供给释放超预期风险。

重点公司盈利预测与估值表

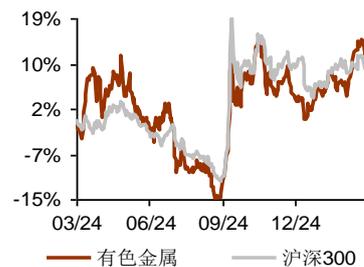
证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
601168.SH	西部矿业	17.62	1.17	1.43	1.96	15	12	9	增持
601899.SH	紫金矿业	17.57	0.80	1.21	1.51	22	15	12	增持
603993.SH	洛阳钼业	7.64	0.38	0.63	0.56	20	12	14	增持
603979.SH	金诚信	45.60	1.71	2.52	3.49	27	18	13	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-03-21（备注：紫金矿业、洛阳钼业2024年EPS为实际值）

有色金属

增持（维持）

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

国内港口铜精矿库存降至2023年6月以来新低——铜行业周报（20250310-20250314）

本周线缆企业开工率环比回升8pct，2月铜管产量创同期历史新高——铜行业周报（20250303-20250307）

2025年5月家用空调排产同比+15%——铜行业周报（20250224-20250228）

目 录

1、本周更新：本周铜价微涨，国内铜社库、LME 铜库存均下降	5
1.1 铜股/铜价：本周铜股跌多涨少，SHFE 铜、LME 铜价环比上周分别+0.1%、+0.6%	5
1.2 库存：本周国内铜社库环比-2.6%，LME 铜全球周库存本周-3.9%	6
1.3 期货：SHFE 铜活跃合约持仓环比+3.4%，COMEX 铜非商业净多头持仓环比+36%	7
1.4 宏观：美联储 2025 年 5 月不降息概率为 89%	7
2、供给：1-2 月累计净进口电解铜 48.4 万吨，同比-17.7%	9
2.1 铜精矿：国内 2024 年 12 月铜精矿产量同比+7%，本周国内港口铜精矿库存环比+12%	9
2.2 废铜：3 月 21 日国内精废价差为 2235 元/吨，环比上周五-95 元/吨.....	10
2.3 冶炼：2025 年 1-2 月累计净进口电解铜 48.4 万吨，同比-17.7%.....	11
3、国内需求：线缆企业本周开工率环比-2.7pct，2 月家用空调产量同比+43%	13
3.1 电力：本周电线电缆企业开工率为 74.53%，环比-2.68pct；1-2 月电网投资额累计同比+33%	13
3.2 家电：2025 年 2 月家用空调产量 1678.5 万台，同比+42.9%（此前排产数为同比+35.9%）	15
3.3 建筑地产：黄铜棒 2025 年 2 月开工率 40.4%，环比-1.3pct、同比+13.7pct	16
4、投资建议：看好 2025 年铜价上涨	17
5、风险提示	17

图目录

图 1: 铜行业上市公司股票本周涨跌幅 (%)	5
图 2: SHFE 铜/LME 铜价走势	5
图 3: 国内外铜价价差 (元/吨)	5
图 4: SHFE 铜/SHFE 铝价比值	6
图 5: 全球三大交易所铜库存合计值 (万吨)	6
图 6: 国内电解铜社会库存 (万吨)	6
图 7: 国内冶炼企业铜月度库存 (万吨)	7
图 8: 中国消费商铜月度库存 (万吨)	7
图 9: COMEX 铜非商业多头和空头持仓变化 (万手)	7
图 10: 上期所阴极铜期货总持仓量和活跃合约持仓量 (万手)	7
图 11: 铜价和美元指数走势对比	8
图 12: 美国 CPI 和核心 CPI 同比增速变化	8
图 13: 美国月度新增非农就业人数和失业率	8
图 14: 市场对于美联储历次会议降息概率的预期	8
图 15: 国内铜精矿月度产量 (万吨)	9
图 16: 国内主流港口铜精矿库存 (万吨)	9
图 17: 全球铜矿月度产量 (百万吨)	9
图 18: 精废价差 (电解铜价-废铜价) 变化	10
图 19: 南方粗铜加工费 (周) 平均价 (元/吨)	10
图 20: 国内旧废铜月度产量 (万金属吨)	10
图 21: 国内废铜月度进口量 (万金属吨)	10
图 22: 中国铜冶炼厂现货粗炼费 TC (美元/磅)	11
图 23: 铜精矿现货冶炼、长单冶炼月度盈亏 (元/吨)	11
图 24: 中国电解铜月度产量 (万吨)	11
图 25: 中国铜冶炼厂月度开工率 (%)	11
图 26: 中国电解铜月度进口量 (万吨)	12
图 27: 中国电解铜月度出口量 (万吨)	12
图 28: 铜线缆企业周度开工率 (%)	13
图 29: 铜线缆企业月度开工率 (%)	13
图 30: 电力行业用铜杆加工费平均价 (元/吨)	14
图 31: 中国电源投资月度投资额 (亿元)	14
图 32: 中国电网投资月度投资额 (亿元)	14
图 33: 国内漆包线企业月度开工率 (%)	15
图 34: 国内变压器月度产量 (亿千伏安)	15
图 35: 家用空调月度产量及排产数据 (万台)	15
图 36: 冰箱月度产量及排产数据 (万台)	15
图 37: SMM 铜管 (约 80% 用于家电) 月度开工率 (%)	16
图 38: 国内铜管月度产量 (万吨)	16
图 39: 黄铜棒 (主要用于建筑地产) 月度开工率 (%)	16

图 40：黄铜棒与电解铜价差和铜价走势 16

表目录

表 1：A 股和港股铜行业主要上市公司每万吨铜矿对应市值、PE 估值对比..... 17

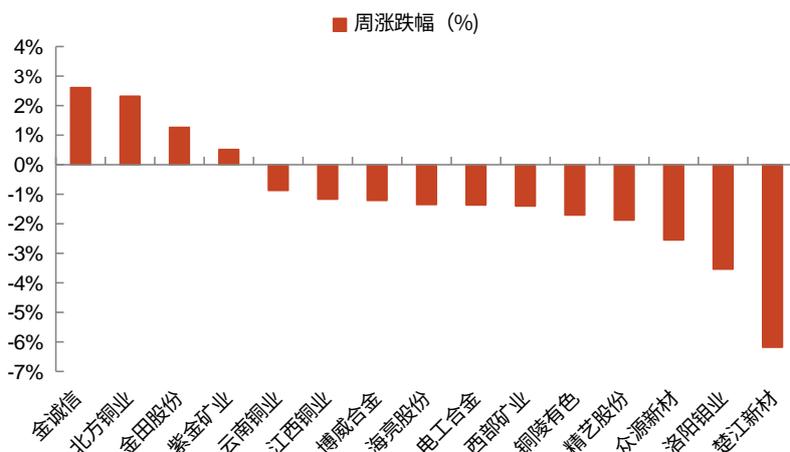
表 2：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 17

1、本周更新：本周铜价微涨，国内铜社库、LME 铜库存均下降

1.1 铜股/铜价：本周铜股跌多涨少，SHFE 铜、LME 铜价环比上周分别+0.1%、+0.6%

本周（2025/3/17-2025/3/21）铜行业股票跌多涨少，涨跌幅排序靠前的三只股票为金诚信（+2.6%）、北方铜业（+2.3%）、金田股份（+1.3%）；涨跌幅靠后的三只股票为众源新材（-2.5%）、洛阳钼业（-3.5%）、楚江新材（-6.2%）。

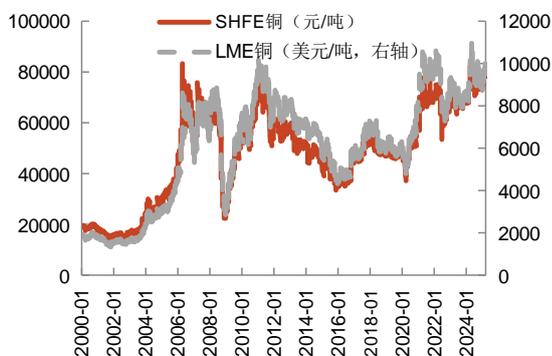
图 1：铜行业上市公司股票本周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

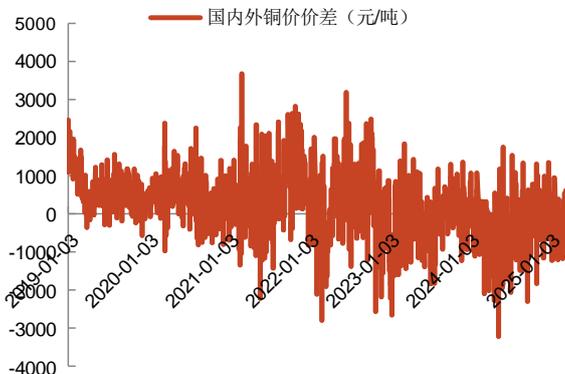
截至 2025 年 3 月 21 日，上期所 SHFE 铜期货活跃合约收盘价为 80610 元/吨，较上周五收盘价+0.1%；LME3 个月铜期货收盘价为 9852 美元/吨，较上周五收盘价+0.6%；对应当日国内外铜价价差为-90 元/吨，环比上周-628 元/吨。当日 SHFE 铜/SHFE 铝价为 3.89，环比上周+1.5%，仍处于历史高位（2012-2023 年均值为 3.48）。

图 2：SHFE 铜/LME 铜价走势



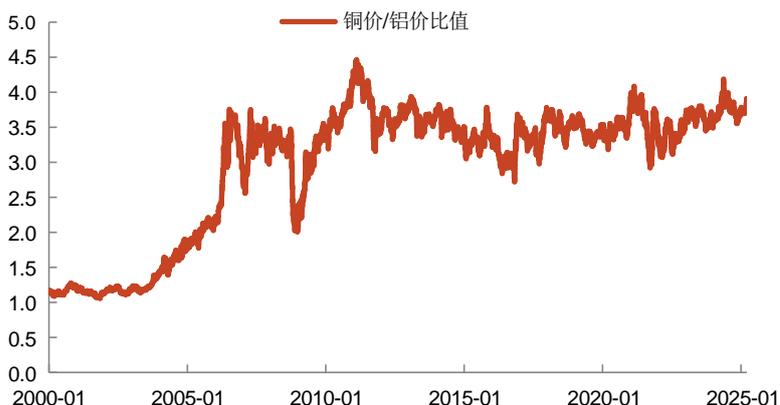
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：国内外铜价价差（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：单位为人民币，国内外价差计算方式为 SHFE-LME*美元兑人民币即期汇率*1.13）

图 4: SHFE 铜/SHFE 铝价比值



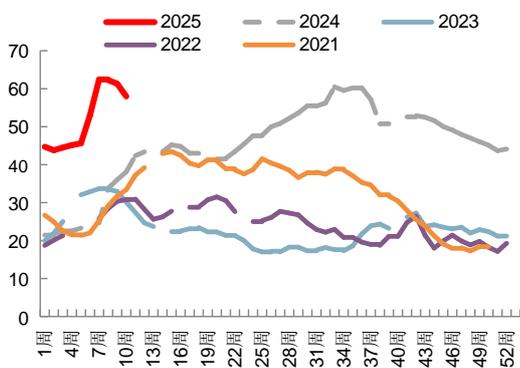
资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.2 库存：本周国内铜社库环比-2.6%，LME 铜全球周库存本周-3.9%

全球三大交易所库存：截至 2025 年 3 月 10 日，全球三大交易所（LME、SHFE、COMEX）周度库存合计为 58.0 万吨（近 6 年同期最高），环比上周-5.4%。截至 2025 年 3 月 20 日，LME 铜全球库存为 22.5 万吨（为 2020 年以来同期新高），环比上周四-3.9%。

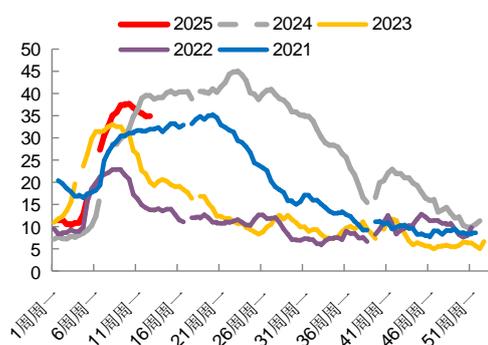
国内电解铜社会库存：截至 2025 年 3 月 20 日，SMM 电解铜境内社会库存 34.6 万吨（近 4 年同期最高），环比上周-2.6%，较 2025 年初累库 23.2 万吨。

图 5: 全球三大交易所铜库存合计值（万吨）



资料来源: Wind, 光大证券研究所

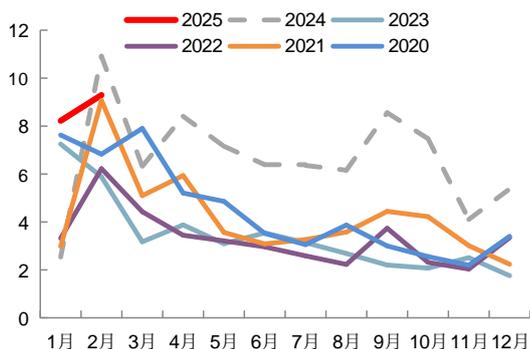
图 6: 国内电解铜社会库存（万吨）



资料来源: SMM, 光大证券研究所

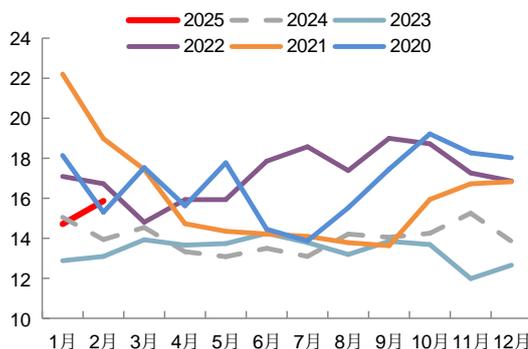
产业链库存：截至 2025 年 2 月底，SMM 中国冶炼企业电解铜月度库存为 92947 吨（处于近 6 年以来同期高位），环比+13.1%。SMM 中国消费商电解铜月度库存为 158657 吨（处于近 6 年以来同期低位），环比+7.8%。二者合计值为 25.2 万吨，环比+9.7%。

图 7：国内冶炼企业铜月度库存（万吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所

图 8：中国消费商铜月度库存（万吨）



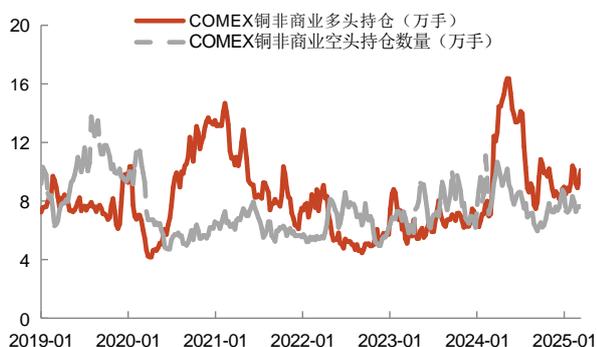
资料来源：SMM，光大证券研究所

1.3 期货：SHFE 铜活跃合约持仓环比+3.4%，COMEX 铜非商业净多头持仓环比+36%

截至 2025 年 3 月 18 日，COMEX 铜期货非商业多头持仓 10.1 万手，环比上周+6.5%，持仓量处于 1990 年以来的 59%分位数；非商业空头持仓 7.6 万手，环比上周-0.6%，持仓量处于 1990 年以来的 55%分位数；非商业净多头持仓 2.5 万手，环比上周+35.5%，持仓量处于 1990 年以来的 61%分位数。

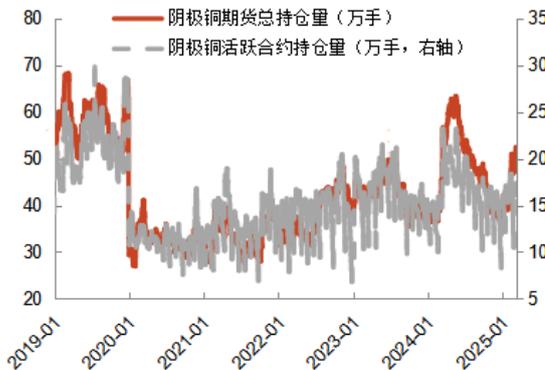
截至 2025 年 3 月 21 日，上期所阴极铜期货持仓量为 58.0 万手（单边），环比上周-1.3%，持仓量处于 1995 年至今的 75%分位数；其中活跃合约持仓量为 24.1 万手，环比上涨+3.4%，持仓量处于 1995 年至今的 75%分位数。

图 9：COMEX 铜非商业多头和空头持仓变化（万手）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：上期所阴极铜期货总持仓量和活跃合约持仓量（万手）

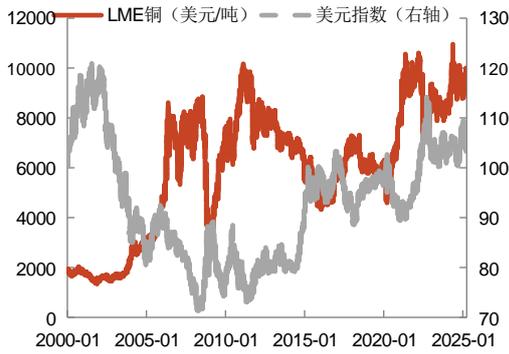


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.4 宏观：美联储 2025 年 5 月不降息概率为 89%

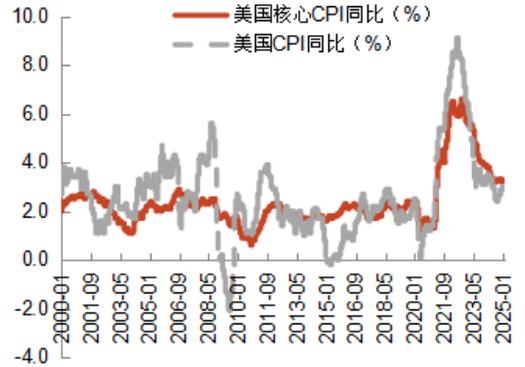
截至 2025 年 3 月 21 日，美元指数为 104.1540，环比上周+0.40%。美国 2025 年 2 月 CPI 为 3.3%（2025 年 1 月为 3.3%），核心 CPI 为 2.8%（2025 年 1 月为 3.0%）；美国 2 月新增非农就业 15.1 万人（前值为 14.3 万人），失业率为 4.1%（前值为 4.0%）。截至 2025 年 3 月 22 日，美联储 2025 年 5 月不降息的概率为 89%，降息 25bp 的概率为 11%。

图 11: 铜价和美元指数走势对比



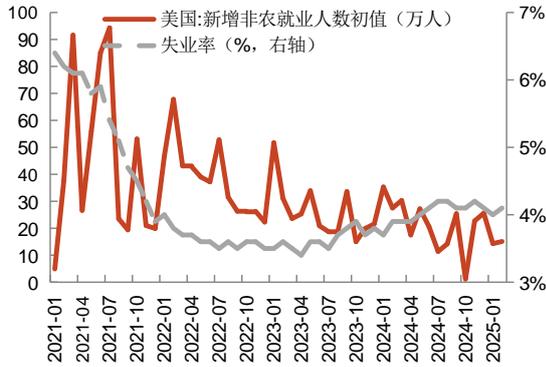
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12: 美国 CPI 和核心 CPI 同比增速变化



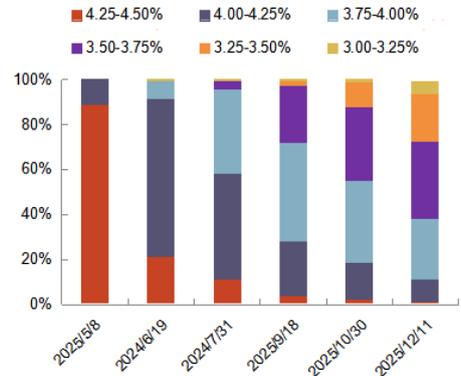
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 美国月度新增非农就业人数和失业率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 市场对于美联储历次会议降息概率的预期



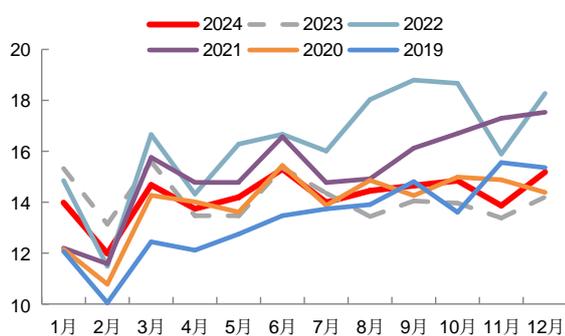
资料来源: Investing.com, 光大证券研究所 (数据截至 2025/3/22)

2、供给：1-2月累计净进口电解铜 48.4 万吨，同比-17.7%

2.1 铜精矿：国内 2024 年 12 月铜精矿产量同比+7%，本周国内港口铜精矿库存环比+12%

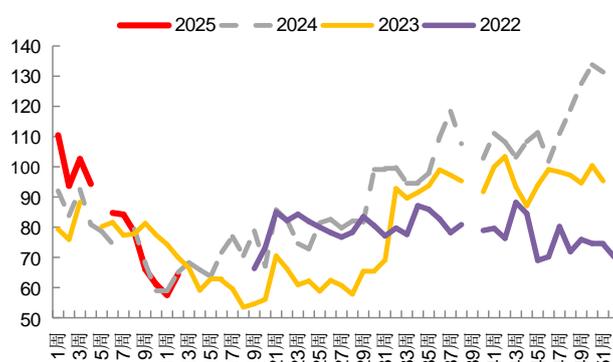
国内铜精矿产量：2024 年 12 月中国铜精矿月度产量为 15.2 万吨，环比+9.5%，同比+6.9%。国内港口铜精矿库存：截至 2025 年 3 月 21 日，国内主流港口铜精矿库存为 64.4 万吨，环比上周+11.9%，库存处于 2022 年 5 月有统计以来的 14%分位数。

图 15：国内铜精矿月度产量（万吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所

图 16：国内主流港口铜精矿库存（万吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所

全球铜精矿产量：据 ICSG 统计，2025 年 1 月全球铜精矿产量为 190.5 万吨，同比+3.3%。2024 年全球铜精矿产量合计为 2,281.60 万吨，同比+2.5%。

图 17：全球铜矿月度产量（百万吨）



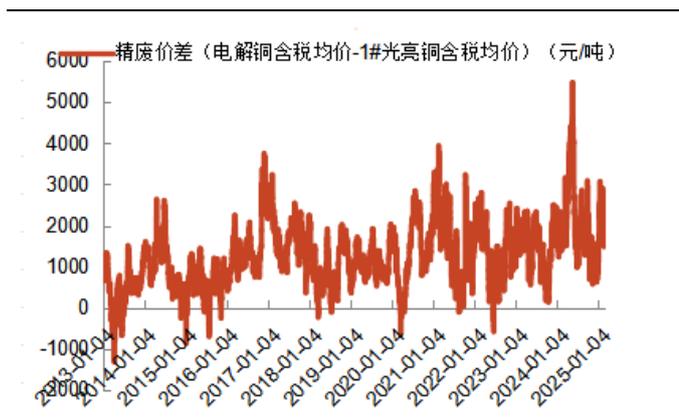
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2 废铜：3月21日国内精废价差为2235元/吨，环比上周五-95元/吨

精废价差（电解铜含税均价-1#光亮铜不含税均价）可以反映废铜供需变化。精废价差扩大时，使用废铜的经济性更强，废铜产量增长预期越强。截至2025年3月21日，精废价差为2235元/吨，较上周五-95元/吨（2013-2023年精废价差平均值为1194元/吨）。

截至2025年3月21日，国内南方粗铜加工费平均价为850元/吨，环比上周持平。

图 18：精废价差（电解铜价-废铜价）变化



资料来源：SMM，光大证券研究所

图 19：南方粗铜加工费（周）平均价（元/吨）



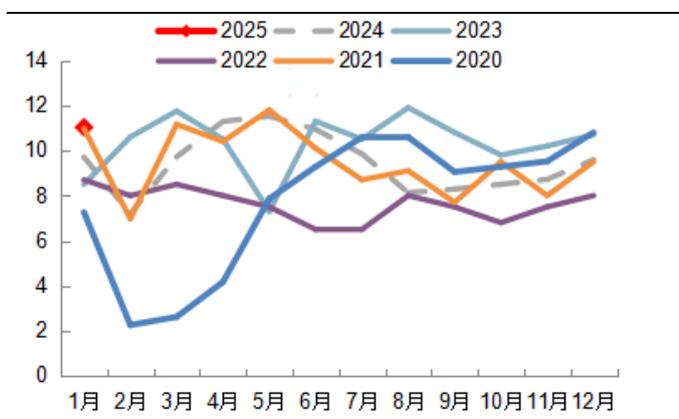
资料来源：SMM，光大证券研究所

废铜供应主要包括国内旧废铜和进口废铜两部分。

(1) 国内：据 SMM 数据，国内 2025 年 1 月旧废铜产量 11.0 万金属吨，环比+15.0%，同比+13.7%。我们认为在 2024 年上半年铜价新高的背景下，国内旧废铜产量未能持续新高彰显出废铜原料后续将趋紧；2025 年 1 月的同环比高增速或难以维持。

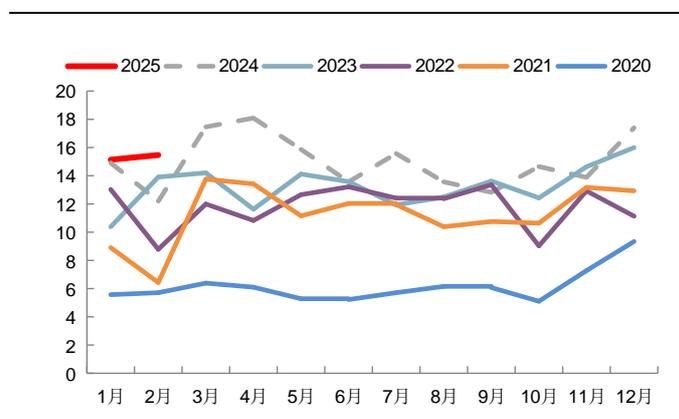
(2) 进口：2025 年 2 月废铜进口约 15.5 万金属吨，环比+2.2%，同比+26.8%。2025 年 1-2 月国内进口废铜约 30.60 万金属吨，同比+13%。废铜进口同比增长或主要为提前应对美国进口铜关税政策带来的海外废铜价格上行而导致进口废铜原料价格上涨。

图 20：国内旧废铜月度产量（万金属吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所

图 21：国内废铜月度进口量（万金属吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所

2.3 冶炼：2025年1-2月累计净进口电解铜48.4万吨，同比-17.7%

截至2025年3月14日，中国铜冶炼厂粗炼费（TC）现货价为-15.92美元/磅，环比上周-0.3美元/磅，仍处于2007年9月有数据统计以来的低位。

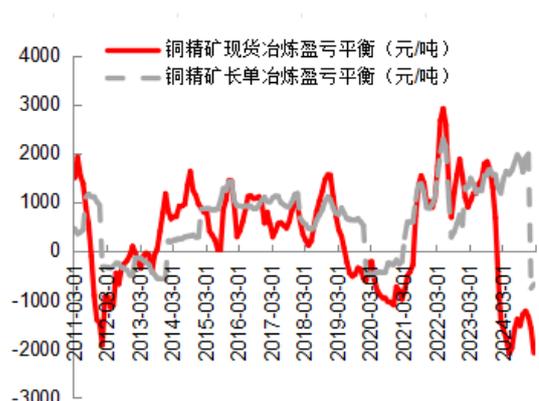
截至2025年2月，SMM测算的铜精矿现货冶炼盈利-2083元/吨（负值为亏损），较上个月环比-498元/吨，仍处于2011年3月有统计以来的低位；长单冶炼盈利为-678元/吨，环比上个月+81元/吨，仍处于2011年3月以来的低位。

图 22：中国铜冶炼厂现货粗炼费 TC（美元/磅）



资料来源：Wind，光大证券研究所

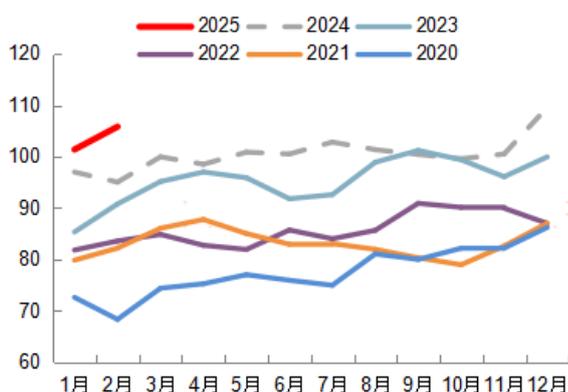
图 23：铜精矿现货冶炼、长单冶炼月度盈亏（元/吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所

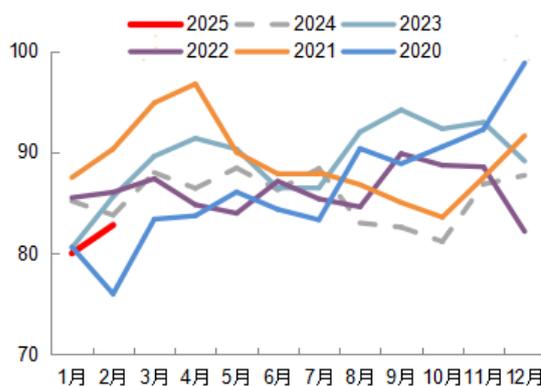
电解铜：2025年2月SMM中国电解铜产量105.82万吨，环比+4.4%，同比+11.4%。SMM中国铜冶炼厂2月开工率为82.81%，环比+2.59 pct，同比-0.99pct。

图 24：中国电解铜月度产量（万吨）



资料来源：SMM，光大证券研究所

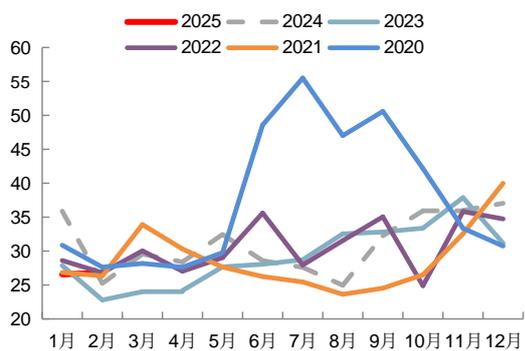
图 25：中国铜冶炼厂月度开工率（%）



资料来源：SMM，光大证券研究所

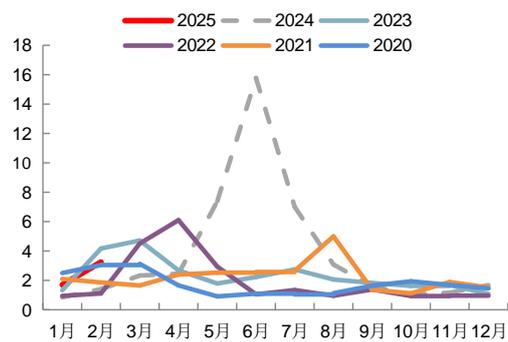
进出口：2025年2月电解铜进口26.8万吨，环比+0.9%，同比+6.2%；1-2月累计进口53.4万吨，同比-13%。出口3.2万吨，环比+91.1%，同比+131.1%；1-2月累计出口4.9463万吨，同比+119%。1-2月累计净进口48.4万吨，同比-17.7%。累计净进口同比下降主要因美国加征进口铜关税政策预期使得海外铜价格较国内溢价。

图 26: 中国电解铜月度进口量 (万吨)



资料来源: SMM, 光大证券研究所

图 27: 中国电解铜月度出口量 (万吨)



资料来源: SMM, 光大证券研究所

3、国内需求：线缆企业本周开工率环比-2.7pct，2月家用空调产量同比+43%

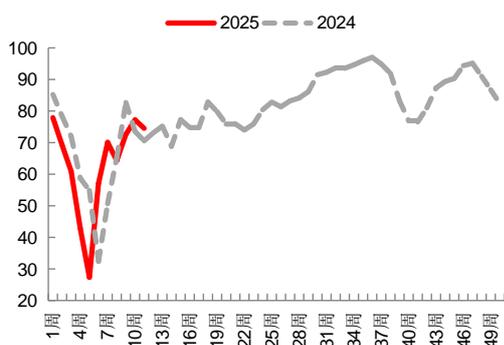
3.1 电力：本周电线电缆企业开工率为 74.53%，环比-2.68pct；1-2月电网投资额累计同比+33%

根据我们已外发报告《如何高频监测铜需求变化——铜行业系列报告之七》，中国铜线的下游应用中约有 61%与电力领域相关（2021 年数据），而 2023 年铜线产量约占铜材产量的 50.3%，电力用线缆的消费量约占中国铜材产量的 30.7%（50.3%*61%）。而我们可以通过电线电缆企业开工率、电力用铜杆加工费高频跟踪电力用铜需求变化；电网投资额、电源投资额可以作为验证指标。

（1）电线电缆企业周度开工率可作为跟踪电力需求变化的高频指标之一

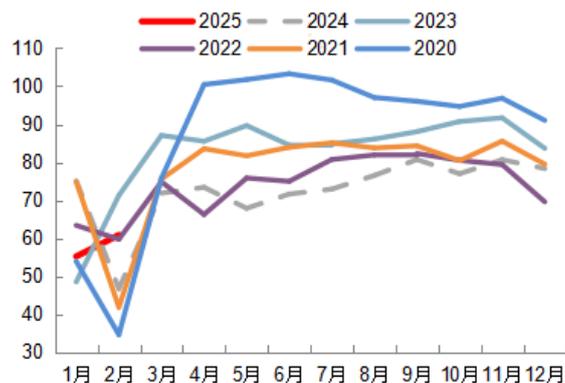
截至 2025 年 3 月 20 日，SMM 电线电缆企业当周开工率为 74.53%，环比上涨-2.68pct；2025 年 2 月电线电缆企业月度开工率为 60.89%，环比+5.64pct，同比+14.14pct。

图 28：铜线缆企业周度开工率（%）



资料来源：SMM，光大证券研究所

图 29：铜线缆企业月度开工率（%）

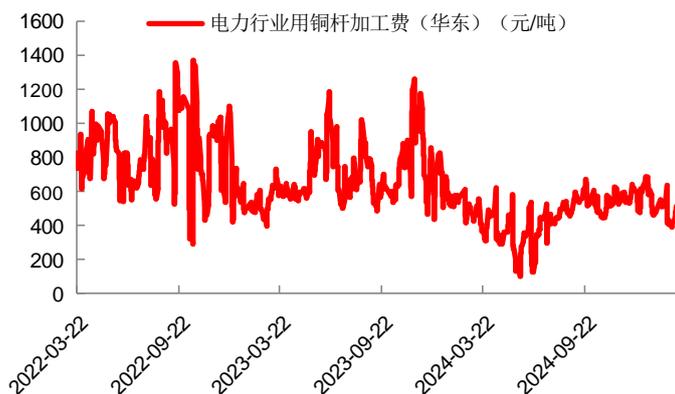


资料来源：SMM，光大证券研究所（月度数据存在样本调整因素）

（2）电力行业用铜杆加工费可作为监测电力用铜需求变化指标之一

电力行业用铜杆作为电力铜线的原材料，SMM 电力行业用铜杆的加工费（华东）可以作为电力行业下游需求的一个高频监测指标，加工费上调显示订单和需求向好；下调显示订单和需求较弱。截至 2025 年 3 月 21 日，电力行业用铜杆加工费（华东）平均价为 505 元/吨，较上周-35 元/吨；仍低于 2019-2023 年均值（727 元/吨）。

图 30: 电力行业用铜杆加工费均价 (元/吨)

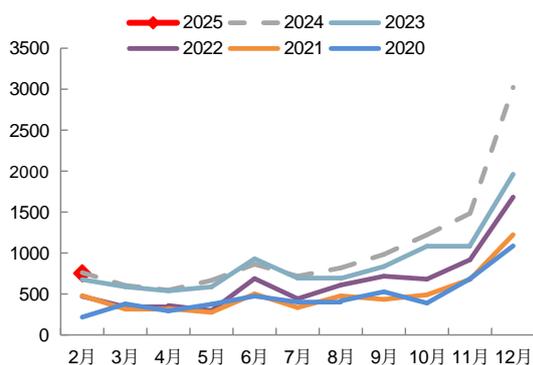


资料来源: SMM, 光大证券研究所

(3) 电源投资额、电网投资额可以作为验证指标

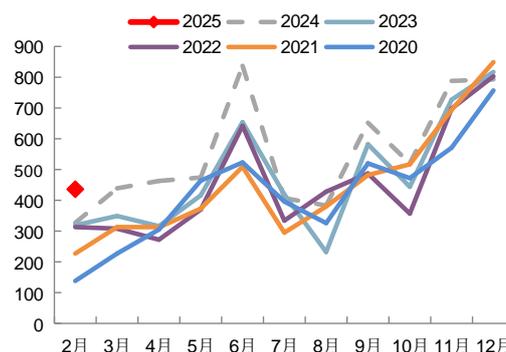
2025 年 1-2 月电源基本建设投资完成额累计值为 753.00 亿元, 累计同比 -1.1%。1-2 月电网基本建设投资完成额累计值为 436.00 亿元, 累计同比 +33.3%。

图 31: 中国电源投资月度投资额 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 32: 中国电网投资月度投资额 (亿元)



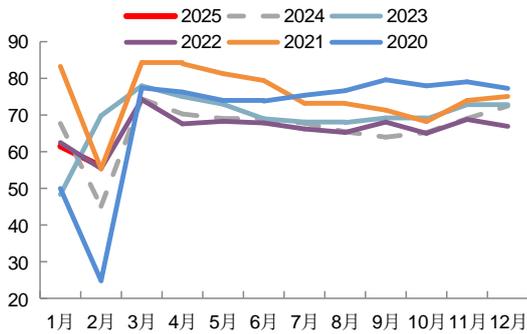
资料来源: Wind, 光大证券研究所

(4) 漆包线开工率、变压器产量可反映部分铜线需求变化

根据我们已外发报告《如何高频监测铜需求变化——铜行业系列报告之七》，电力相关需求占电磁线的 38%，而漆包线是电磁线的主要品种之一，漆包线的需求变化能部分反映电力需求的变化。2025 年 2 月，SMM 漆包线企业月度开工率为 55.99%，环比-5.48pct，同比+10.88pct。

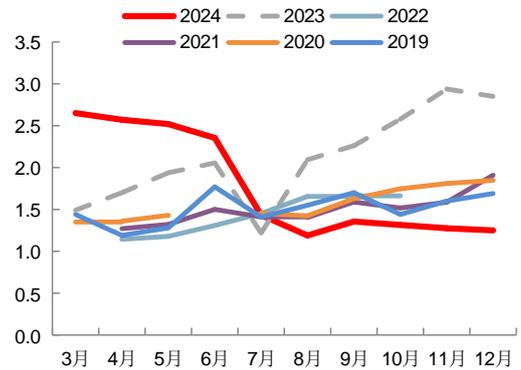
另一方面，变压器作为铜在电力领域的应用之一，其月度数据亦可作为电力领域需求变化的指标之一。2024 年 12 月，我国变压器产量为 1.25 亿千伏安，环比-2.0%，同比-56.2%；2024 年上半年，我国变压器的月度产量明显高于近 6 年同期水平，7-8 月产量环比回落明显，9-12 月产量整体平稳。

图 33：国内漆包线企业月度开工率（%）



资料来源：SMM，光大证券研究所

图 34：国内变压器月度产量（亿千伏安）



资料来源：Wind，光大证券研究所

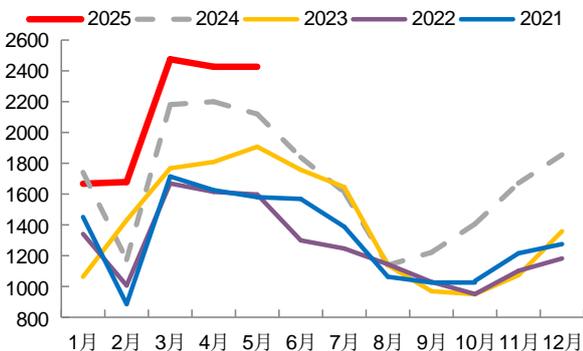
3.2 家电：2025 年 2 月家用空调产量 1678.5 万台，同比 +42.9%（此前排产数为同比+35.9%）

根据我们已外发报告《如何高频监测铜需求变化——铜行业系列报告之七》，铜管产品中约有 80%用于空调、冰箱、冰柜的蒸发器、冷凝器、连接管、配管、管件等家电领域。中国空调产量与 SMM 铜管月度开工率维持较高的正相关关系。据安泰科，2023 年空调制冷用铜量（家电用铜量）约占中国铜需求 15%，而我们测算空调用铜约占家电用铜的 87%，即空调用铜量约占国内铜需求的 13%。

家电排产数据可作为后续家电用铜变化的领先指标，尤其是主要下游空调的排产数据。据产业在线 2025 年 3 月 18 日更新的数据，2025 年 2 月家用空调生产 1678.5 万台，同比+42.9%；销售 1679 万台，同比增长 36.3%；1-2 月累计生产 3345.7 万台，同比增长 16.9%；销售 3452 万台，同比增长 20.6%。

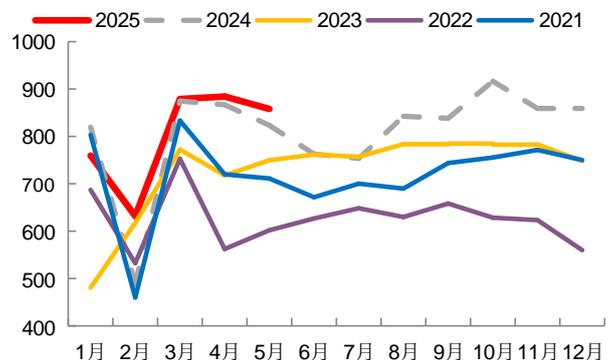
据产业在线 2025 年 2 月 26 日更新的数据，2025/3、2025/4、2025/5 的家用空调排产数为 2475/2426/2431 万台，同比+13.5%、+10.3%、+14.7%；冰箱月度排产数为 879/884/858 万台，同比+0.5%、+2%、+4.2%。

图 35：家用空调月度产量及排产数据（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所（2021/1-2025/2 为实际产量，2025/3-2025/5 为排产数据）

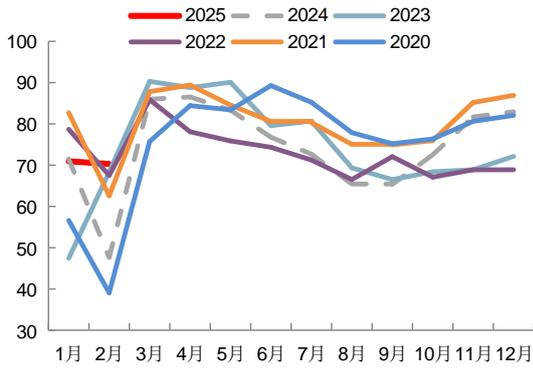
图 36：冰箱月度产量及排产数据（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所（2021/1-2025/1 为实际产量，2025/2-2025/5 为排产数据）

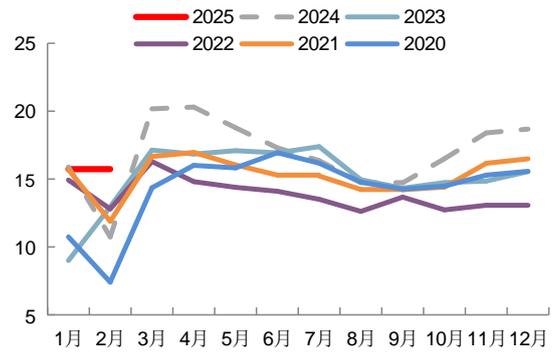
铜管企业开工率可以作为同步指标。2025 年 2 月铜管企业月度开工率为 70.28%，环比-0.66 pct，同比+22.65 pct。2025 年 2 月，SMM 铜管产量为 15.83 万吨，环比+0.6%，同比+47.4%。

图 37: SMM 铜管 (约 80%用于家电) 月度开工率 (%)



资料来源: SMM, 光大证券研究所

图 38: 国内铜管月度产量 (万吨)

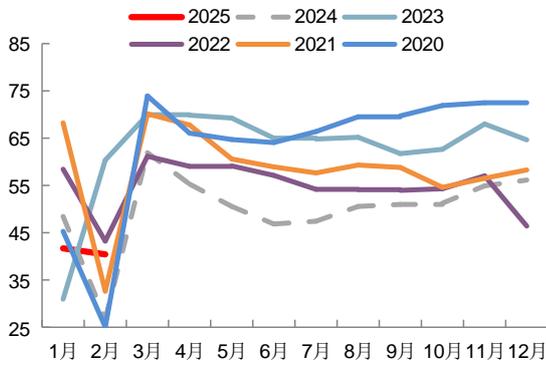


资料来源: SMM, 光大证券研究所

3.3 建筑地产: 黄铜棒 2025 年 2 月开工率 40.4%, 环比 -1.3pct、同比+13.7pct

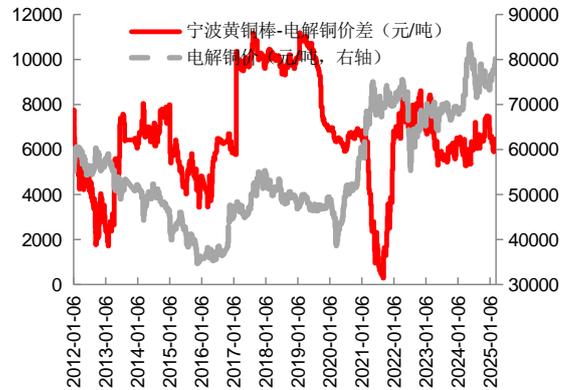
铜棒约有 44%用于建筑地产领域 (2018 年 SMM 数据), 可作为监测建筑地产用铜需求变化的指标之一。2023 年我国铜材产量中铜棒占 9.6%, 而黄铜棒主要用于地产, 因此黄铜棒可以反映 4.2% (9.6%*44%) 左右铜需求。从开工率来看, 2025 年 2 月, SMM 黄铜棒开工率为 40.42%, 环比-1.27pct, 同比+13.71pct, 仍处于近 6 年同期低位, 或显示建筑地产领域用铜需求整体较差。

图 39: 黄铜棒 (主要用于建筑地产) 月度开工率 (%)



资料来源: SMM, 光大证券研究所

图 40: 黄铜棒与电解铜价差和铜价走势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

黄铜棒-铜价价差可作为跟踪建筑地产用铜需求的指标之一。我们以宁波黄铜棒价格 (H62, Φ20, 含铜量 62%, 主要用于建筑地产领域的五金配件, 如水龙头等) 与铜价价差作为跟踪下游强弱的指标之一。铜价上涨之时, 价差若能持续走阔显示下游需求向好; 若价差不变或收窄, 则显示铜价上涨对下游产品的涨价传导不顺, 则对应下游需求相对一般或有走弱迹象。截至 2025 年 3 月 14 日, 宁波黄铜棒 (H62, Φ20, 含铜量 62%) 与电解铜价格的价差为 6022 元/吨, 环比+1.3%。

4、投资建议：看好 2025 年铜价上涨

特朗普当选之后，美元指数的强势交易进入尾声，宏观对铜价约束逐步减弱。后续随着供给收紧的兑现和需求的改善，我们仍预计全球精炼铜供需缺口将持续扩大，继续看好 2025 年铜价上行。推荐紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信，关注五矿资源。

表 1：A 股和港股铜行业主要上市公司每万吨铜矿对应市值、PE 估值对比

股票代码	公司简称	当前市值 (亿元)	2024 年矿山铜产量 (万吨, 预计)	2024 年每万吨铜产量对应市值 (亿元/万吨)	2024 年一致预期净利润对应 PE	2023 年铜业务占矿产业务收入比重
601899.SH	紫金矿业	4670	107.0	44	15	54.5%
603993.SH	洛阳钼业	1643	65.0	25	12	55.2%
603979.SH	金诚信	284	3.6	79	18	6.8%
601168.SH	西部矿业	420	15.9	26	11	67.1%
000630.SZ	铜陵有色	443	14.2	31	12	92.9%
600362.SH	江西铜业	762	20.4	37	11	59.4%
000878.SZ	云南铜业	274	6.3	43	-	77.2%
000923.SZ	河钢资源	101	2.3	44	12	19.5%
1208.HK	五矿资源	324	39.9	8	28	76.0%
1258.HK	中国有色矿业	204	15.0	14	-	97.6%
2099.HK	中国黄金国际	202	4.4	46	-	32.0%
2362.HK	金川国际	78	6.2	13	-	91.8%

资料来源：Wind、各公司公告，除紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源已外发 2024 年年报以外，其他公司 2024 年数据为光大证券研究所整理预估（市值时间为 2025/3/21，2024 年预测 PE 为 2024 年 Wind 一致预期归母净利润对应 2025/3/21 市值 PE，2024 年矿山铜产量除云南铜业为权益产量其他均为合并报表产量，西部矿业、江西铜业、云南铜业为铜业务占公司营业收入比重，其他公司均为铜业务收入占公司矿产业务收入比重，1 港币=0.92328 人民币）

表 2：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	本次	变动
601168.SH	西部矿业	17.62	1.17	1.43	1.96	15	12	9	增持	维持
601899.SH	紫金矿业	17.57	0.80	1.21	1.51	22	15	12	增持	维持
603993.SH	洛阳钼业	7.64	0.38	0.63	0.56	20	12	14	增持	维持
603979.SH	金诚信	45.60	1.71	2.52	3.49	27	18	13	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-21（备注：紫金矿业、洛阳钼业 2024 年 EPS 为实际值）

5、风险提示

(1) **国内外经济不及预期风险**：铜下游需求广泛分布于各个领域，与宏观经济运行周期相关度较高，若国内外宏观经济增速不及预期，或导致市场对铜行业后续需求预期走弱。

(2) **铜价上涨过快抑制下游需求风险**：因铜价上涨而导致下游电力、家电、交运、建筑地产等领域需求不及预期，导致铜价回落风险。

(3) **供给释放超预期风险**：若铜精矿、废铜供给超预期释放，则存在铜价下跌风险。