



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-03-08

铜：低冶炼利润下价格支撑较强

吴坤金
有色研究员
从业资格号：F3036210
交易咨询号：Z0015924
☎ 0755-23375135
✉ wukj1@wkqh.cn

报告要点：

2 月份铜价延续先抑后扬走势，月内沪铜主力合约下滑 0.52% 至 68990 元/吨，伦铜 3M 下跌 1.59% 至 8478.5 美元/吨。中国农历春节之前，铜价随着中国库存累积和权益市场下挫而回调，春节之后风险偏好回升及低加工费支撑铜价回升。

从基本面来看，当前铜市场依然存在冶炼利润偏低的问题，对铜价构成较强支撑。铜精矿供需关系偏紧、加工费持续低迷是造成冶炼利润偏低的主要原因。春节以来，铜价在低冶炼利润背景下未能明显上涨在于需求偏弱，库存增幅较大。不过往后看，需求的预期回升将使得累库压力减轻，铜价面临的压力也将有所减弱。宏观角度看，美元指数逐渐转入震荡对铜价的压制力量减轻；美国 10 年期通胀预期反弹利于铜价震荡偏强运行。

铜：低冶炼利润下价格支撑较强

2 月份铜价延续先抑后扬走势，月内沪铜主力合约下滑 0.52%至 68990 元/吨，伦铜 3M 下跌 1.59%至 8478.5 美元/吨。中国农历春节之前，铜价随着中国库存累积和权益市场下挫而回调，春节之后风险偏好回升及低加工费支撑铜价回升。

图 1：SHFE 铜主连合约走势（元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

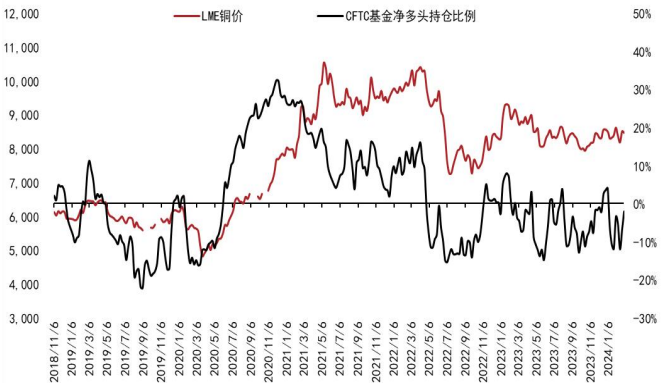
图 2：LME3M 铜价走势（美元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

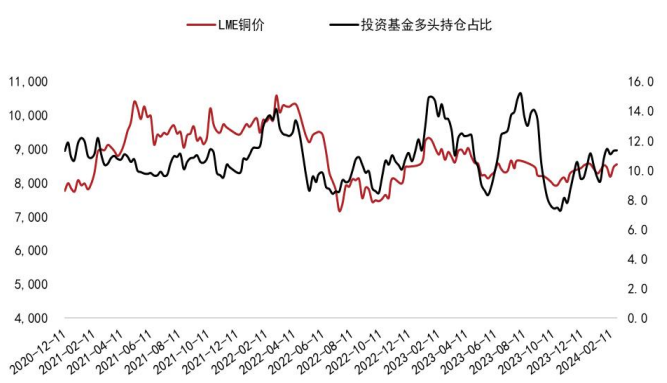
市场情绪方面，截至 2 月下旬，CFTC 基金持仓维持净空，净空比例缩窄至 1.9%，当月多头持仓先增后减，空头仓位先稳后降。同期 LME 投资基金多头持仓占比回升，基金看多情绪回暖。

图 3：CFTC 基金净多持仓比例&LME 铜价（美元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 4：LME 投资基金多头持仓占比



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

从基本面来看，当前铜市场依然存在冶炼利润偏低的问题，对铜价构成较强支撑。铜精矿供需关系偏紧、加工费持续低迷是造成冶炼利润偏低的主要原因。

供应方面，由于扰动因素和意料外的检修减产，2024 年主要铜矿企业生产指引下调。根据 16 家中大型铜矿企业四季度报告，2024 年生产指引量加总仅增加约 10 万吨（不包含 Cobre Panama 铜矿产量），嘉能可、英美资源、淡水河谷、自由港等公司铜产量预期均有所下降。另外，根据智利官方数据，该国 1 月铜矿产量环比减少，同比略微增加，数据反映出全球最大产铜国的

供应仍处于偏低水平。

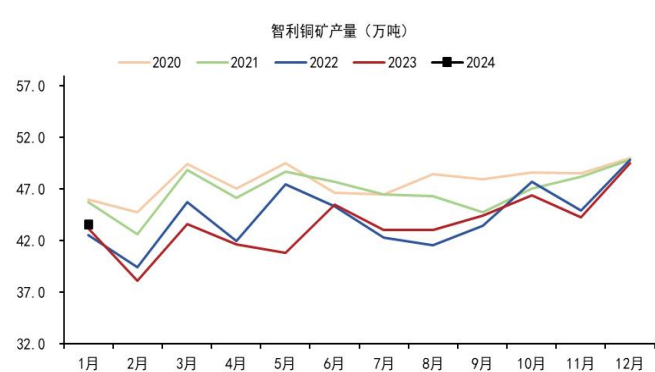
图 5：主要矿业企业 2023 年产量&2024 年生产指引（千吨）

公司	2023年产量	变化	变化 (%)	2024年生产指引中值	变化
Vale	327.0	74.0	29.2%	303.0	(27.0)
Rio Tinto	620.0	12.0	2.0%	690.0	70.0
BHP	1777.0	111.0	6.7%	1800.0	23.0
Antofagasta	660.6	14.4	2.2%	690.0	29.4
Anglo American	826.0	162.0	24.4%	760.0	(66.0)
First Quantum	707.7	(68.3)	-8.8%	395.0	(312.7)
Freeport	1910.0	1.0	0.1%	1860.0	(50.0)
Southern copper	911.0	11.0	1.2%	936.0	25.0
Norilsk Nickel	425.0	(8.0)	-1.8%	410.0	(15.0)
Teck Resources	296.0	25.5	9.4%	502.5	206.5
Codelco	1325.0	(120.0)	-8.8%	1353.0	28.0
Glencore	1010.0	(48.0)	-4.5%	980.0	(30.0)
Zijin	1010.0	100.0	11.0%	1110.0	100.0
Lundin mining	315.0	65.4	26.2%	315.0	0.0
MNG	347.0	43.0	14.1%	341.5	(5.5)
China Molybdenum	420.0	141.5	50.8%	545.0	125.0
加总	12887.3	516.5		12988.0	100.7

备注：产量为企业旗下控股或主要矿山产量，黄色填充部分结果为预估值，单位：千吨（鉴于矿业生产指引不包含Cobre Panama铜矿产量）

数据来源：公司公告、五矿期货研究中心

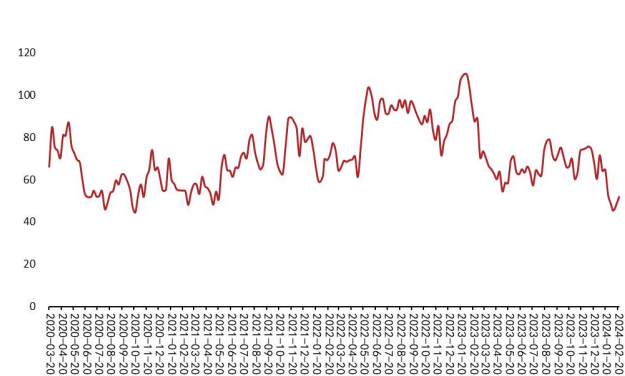
图 6：智利铜矿产量（万吨）



数据来源：智利铜业委员会、五矿期货研究中心

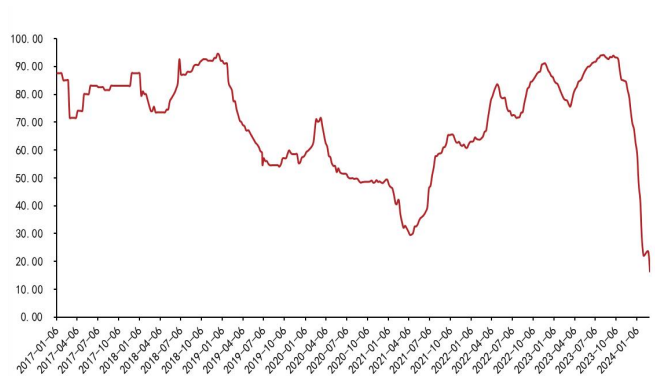
铜精矿需求端，1-2 月中国铜冶炼企业检修活动相对较少，虽然春节期间部分炼厂开工率下滑，但新增产能投放带来的需求增量使得铜精矿需求仍较坚挺。从港口库存来看，2 月中国主要港口铜精矿库存震荡向下，仍处于偏低水平，反映港口现货供需关系依旧偏紧。加工费方面，2 月进口铜精矿现货 TC 震荡走弱，月均价跌至 20.8 美元/吨，3 月初现货 TC 延续弱势运行。

图 7：中国主要港口铜精矿库存（万吨）



数据来源：IFIND、五矿期货研究中心

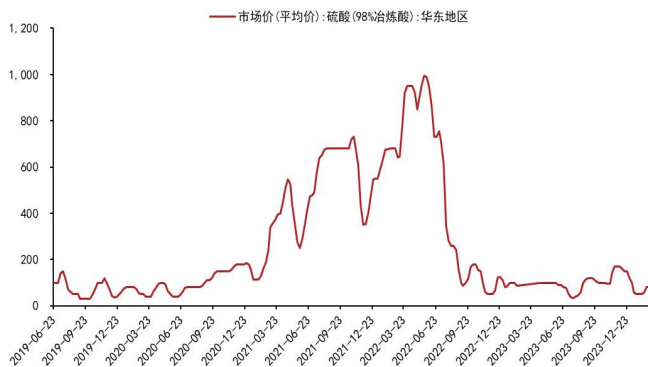
图 8：进口铜精矿粗炼费 TC（美元/吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

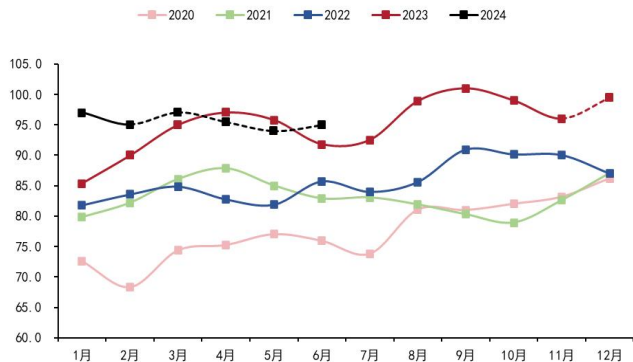
另外，粗铜加工费维持偏低水平和冶炼副产品硫酸价格维持低位也使得铜冶炼生产利润缺少大的正向支持。从冶炼企业生产情况来看，由于现货铜精矿生产处于亏损状态，炼厂生产积极性逐渐下降。根据 SMM 调研统计，3 月份我国铜冶炼企业检修活动仍然处于偏低水平，但已有 8 家冶炼厂减少了投料量，且有近一半企业产量将受影响；从二季度开始，铜冶炼企业检修活动将明显增多，4-6 月检修涉及的产能预计均超过 120 万吨，其中 5 月计划检修量最大。

图 9：中国主流地区冶炼酸价格（元/吨）



数据来源：SMM、WIND、五矿期货研究中心

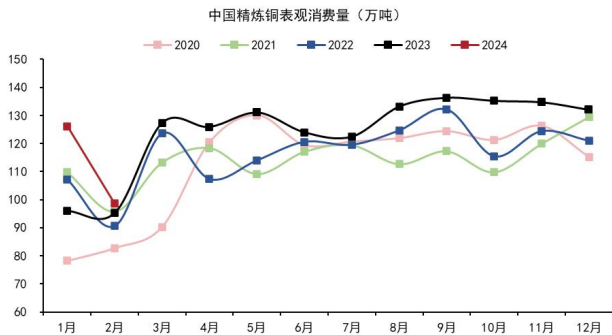
图 10：中国精炼铜产量&产量预估（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

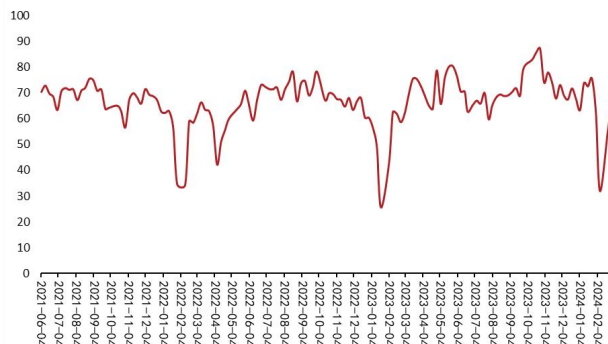
春节以来，需求偏弱成为铜价在低冶炼利润背景下未能明显上涨的重要原因。一方面，国内地产、基建等下游消费偏弱使得用铜需求表现不佳，另一方面，铜的绝对价格偏高影响了下游补货进程。以精铜杆为例，SMM 数据显示，2 月中国精铜制杆开工率季节性走弱，春节后开工恢复偏慢，但 2 月底开工率尚未恢复至春节前水平。从表观消费数据看，1 月在低基数效应下，国内精炼铜表观消费同比增长 30%以上，2 月消费环比显著走弱，表观消费增速下降至 3.6%。

图 11：中国精炼铜表观消费量



数据来源：海关总署、SMM、MYMETAL、五矿期货研究中心

图 12：中国电解铜制杆企业周度开工率（%）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

从库存来看，春节之后国内精炼铜社会库存明显增加，在春节当周库存增加 4.5 万吨（SMM 口径）的基础上，节后继续增加约 13.7 万吨。考虑春节前六周以来的库存变化，本年度国内社会库存已经增加 25.5 万吨，为 2018 年以来除 2020 年以外最多的年份（2020 年因疫情影响库存增加约 37.1 万吨），充分说明了供需关系的弱势。

图 13：历年春节前后中国电解铜社会库存变化（万吨）

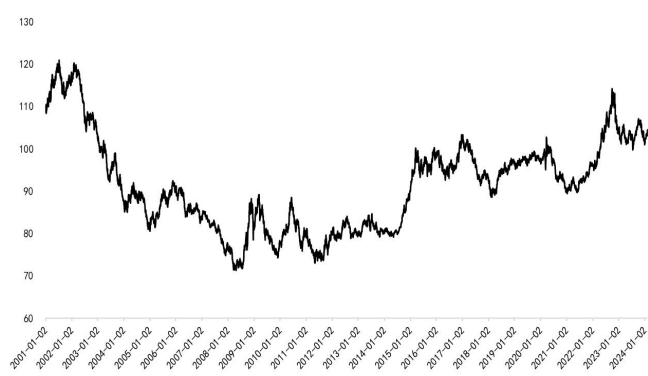
	2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024	
	库存量	变化量	库存量	变化量	库存量	变化量	库存量	变化量	库存量	变化量	库存量	变化量	库存量	变化量
春节前六周	18.65	1.83	12.68	-0.74	16.42	-0.42	19.52	0.03	8.67	-0.81	10.79	0.05	7.16	2.08
春节前五周	20.24	1.59	13.87	1.19	16.2	-0.22	20.38	0.86	8.6	-0.07	8.19	-2.6	7.29	0.13
春节前四周	20.07	-0.17	11.71	-2.16	17.37	1.17	18.63	-1.75	9.49	0.89	7.97	-0.22	7.77	0.48
春节前三周	19.55	-0.52	11.8	0.09	18.26	0.89	16.84	-1.79	8.64	-0.85	10.93	2.96	8.08	0.31
春节前两周	19.59	0.04	13.62	1.82	17.26	-1	16.52	-0.32	9.25	0.61	12.25	1.32	9.2	1.12
春节前一周	20.21	0.62	18.43	4.81	17.03	-0.23	17.72	1.2	9.04	-0.21	15.42	3.17	12.3	3.1
春节当周					21.48	4.45	19.32	1.6					16.83	4.53
春节后一周			21.15	2.72	28.07	6.59	24.86	5.54	15.75	6.71	26.39	10.97		
春节后两周	24.25	4.04	29.49	8.34	32.43	4.36	28.29	3.43	19.82	4.07	31.44	5.05	28.64	11.81
春节后三周	29.91	5.66	30.46	0.97	40.51	8.08	30.43	2.14	21.74	1.92	31.63	0.19	30.57	1.93
春节后四周	32.76	2.85	31.88	1.42	46.39	5.88	31.06	0.63	22.85	1.11	32.99	1.36		
春节后五周	34.34	1.58	32.67	0.79	51.3	4.91	31.68	0.62	22.74	-0.11	32.54	-0.45		
春节后六周	35.63	1.29	34.18	1.51	53.96	2.66	31.59	-0.09	20.69	-2.05	30.81	-1.73		

数据来源：SMM、五矿期货研究中心

不过往后看，需求的预期回升将使得累库压力减轻，铜价面临的压力也将有所减弱。从最近的两会定调来看，后续政策有望推动汽车、家电等耐用品以旧换新，财政政策上可能还将发行超长期特别国债以支持经济。货币政策方面，国内降准还有空间，同时房地产企业融资条件有望继续改善，推动相关需求恢复。

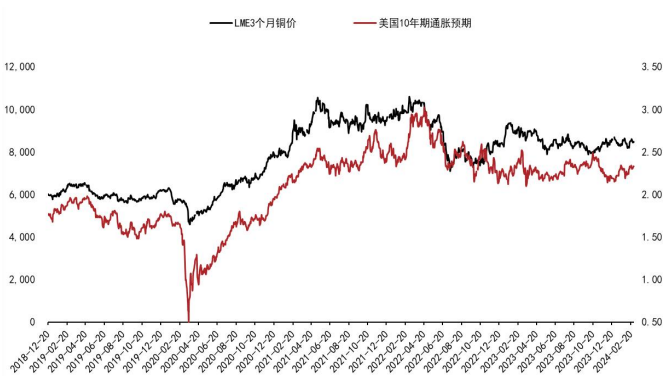
从宏观角度看，2 月美元指数企稳反弹，当前看预计逐渐转入震荡走势，对铜价的压制力量减轻；美国 10 年期通胀预期反弹，未来一段时间仍可能继续反弹，而铜价与通胀预期相关性有所加强，通胀预期反弹利于铜价震荡偏强运行。

图 14：美元指数



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 15：LME 铜价&美国 10 年期通胀预期（美元/吨，%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn