

# 2026年铜行业年度策略： 矿端紧缺逻辑延续，金融环境利好大宗商品价格

证券分析师：孟祥文

执业编号：S0600523120001

联系邮箱：mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师：米宇

执业编号：S0600524110004

联系邮箱：miy@dwzq.com.cn

2025年11月27日

➤ **观点一：2025年铜价三涨三跌，中枢持续上行，年底突破历史新高。** 1) 2025年1-11月铜价经历三涨三跌，呈现震荡上行趋势，波动范围在8,539-11,068美元/吨，均价为9704美元/吨，*yoY+6%*，年底突破历史新高。2) 2025年全年来看，铜价主导因素回到历史传统框架，与商品属性走势高度相关，金融属性呈现负相关性。且2025年与历史最大不同之处在于美元先涨后快速走弱，助力铜价上行，我们预计2026年美国若处于温和降息阶段，美元或持续处于低位，铜价将维持中枢上涨趋势，若类似2007-08年出现金融危机或美国降息较其他国家步伐更慢，美元或有上涨，铜价或有一定压力。

➤ **观点二：需求稳健，供给情绪反应大于真实基本面表现。**

1) 2025年1-8月全球供需持续维持紧平衡态势，铜价整体高位运行或抑制需求。供需角度，根据ICSG数据来看，2025年1-8月精铜持续维持紧平衡态势，除了需求淡季外，上半年铜价高位、矿端扰动增强推动冶炼加速生产，精铜供给较为饱满，2025年1-8月月均供给过剩0.8万吨。2025年铜价高位运行，1-11月铜价均价为9704美元/吨，*yoY+6%*。

我们判断2025年上游矿端供给短缺主要在矿端扰动、现货冶炼端加工费过低体现，并非下游需求真实产生显著短缺缺口，情绪角度反应高于基本面角度，2026年铜价走势我们预计仍需重点关注上游矿山情况。

2) 全球精炼铜需求2024年中国占比58%，美国占比6%。2016-2024年，全球精炼铜消费量呈现稳健上升态势，CAGR为2%，2024年中国/美国消费精炼铜1557/162万吨，*yoY+1.3%/+0.5%*，贡献全球总消费量58%/6%。2025年1-8月需求量增量主要贡献国家为中国、日本、德国等，墨西哥、芬兰需求量有所减少。

3) 2025年中国需求稳健增长，分品类来看，精铜杆/铜管产量稳健增长，铜箔表现优异。2025年1-10月五大铜材产量同比+3%，精铜杆/铜管产量稳健增长，铜箔增速较快，铜棒/铜板带略有下滑。从下游来看，2025年1-9月下游需求除房地产外都保持良好增长态势，其中汽车同比增速较2024年仍有提升。

4) 供给端，C1成本呈现缓慢增长态势，矿端依旧短缺。2025年铜精矿产量增速低于精炼铜产量增速，矿端较冶炼端更为紧张，再生铜产量有所提升。

5) 2025铜交易所库存显著回升，美国关税导致COMEX库存创历史新高。我们判断2026年短期不会制约铜价发展，下游需求仍以刚需为主。

➤ **观点三：2026供需紧平衡，铜价受供需因素影响显著。** 根据我们对各行业铜需求测算，我们预计2026年铜处于供需紧平衡状态，供需缺口为5万吨。我们预计2026年全球供给2897万吨，*yoY+3%*，需求2901万吨，*yoY+3%*。我们预计在铜供给趋紧，需求持续释放，金融背景利好大宗商品价格背景下，铜价中枢2026年或持续上行至10500美元/吨。

➤ **投资策略：**

➤ **一：上游矿端资源量释放：**对于上游矿端，资源量仍是第一要素，由于目前矿山开采成本逐步提升及矿山品位逐渐下降，我们认为资源量2026年有显著提升逻辑、同时有自身开发α优势的标的有望受益，推荐紫金矿业、洛阳钼业，建议关注金诚信、西部矿业、江西铜业、铜陵有色等。

➤ **二：下游加工高壁垒标的：**由于2026年我们预计铜冶炼产能依旧过剩，我们看好加工具有壁垒且下游行业表现优异标的，我们推荐海亮股份，建议关注博威合金、斯瑞新材。

➤ **风险提示：** 下游需求不及预期；美元持续走强风险；地缘政治风险。



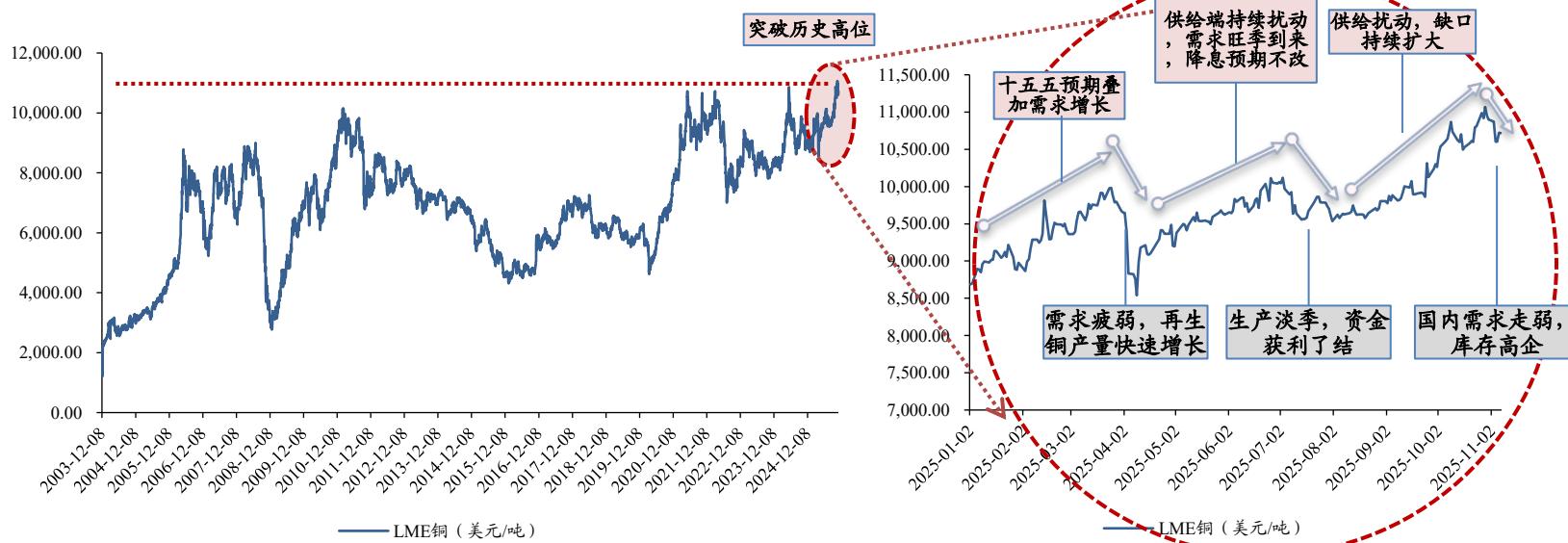
- **一、2025年铜价中枢持续上行，年底突破历史新高，金融属性助力铜价上涨**
- **二、需求稳健，供给情绪反应大于真实基本面表现**
- **三、2026供需紧平衡，铜价受供需因素影响显著**
- **四、投资策略：上游矿端资源量释放+下游加工高壁垒标的**
- **五、风险提示**

## 一、2025年铜价中枢持续上行，年底突破历史新高，金融属性助力铜价上涨

# 1.1 2025年铜价三涨三跌，中枢持续上行，年底突破历史新高

- **铜价：**2025年1-11月铜价经历三涨三跌，呈现震荡上行趋势，波动范围在8,539-11,068美元/吨，均价为9704美元/吨，*YoY +6%*，年底突破历史新高。分阶段来看：
  - 1) 年初至3月25日，铜价主要受国内政策“十五五”预期影响、新能源需求快速增长，上行15%，涨至9,982美元/吨。
  - 2) 3月25日至4月9日，传统需求疲软叠加再生铜产量快速增长，铜价显著下跌14%至8,686美元/吨。
  - 3) 4月9日至7月3日，卡莫阿渗水、智利埃尔特尼恩特矿因地震坍塌，供给端持续扰动，结合国内旺季需求到来，美国降息预期不改，铜价波动上行19%至10,120美元/吨。
  - 4) 7月3日至9月24日，国内处于生产淡季，关税落地，叠加部分投资资金获利了结，铜价在9,500-10,000美元/吨之间震荡运行。
  - 5) 9月24日至10月29日，印尼Grasberg矿难发生，黄金价格迅速上行，叠加国内生产旺季，铜价迅速上涨至历史最高点11,068美元/吨。
  - 6) 10月29日至11月7日，国内需求走弱，库存高企，铜价回落至10,000美元/吨左右，震荡运行。

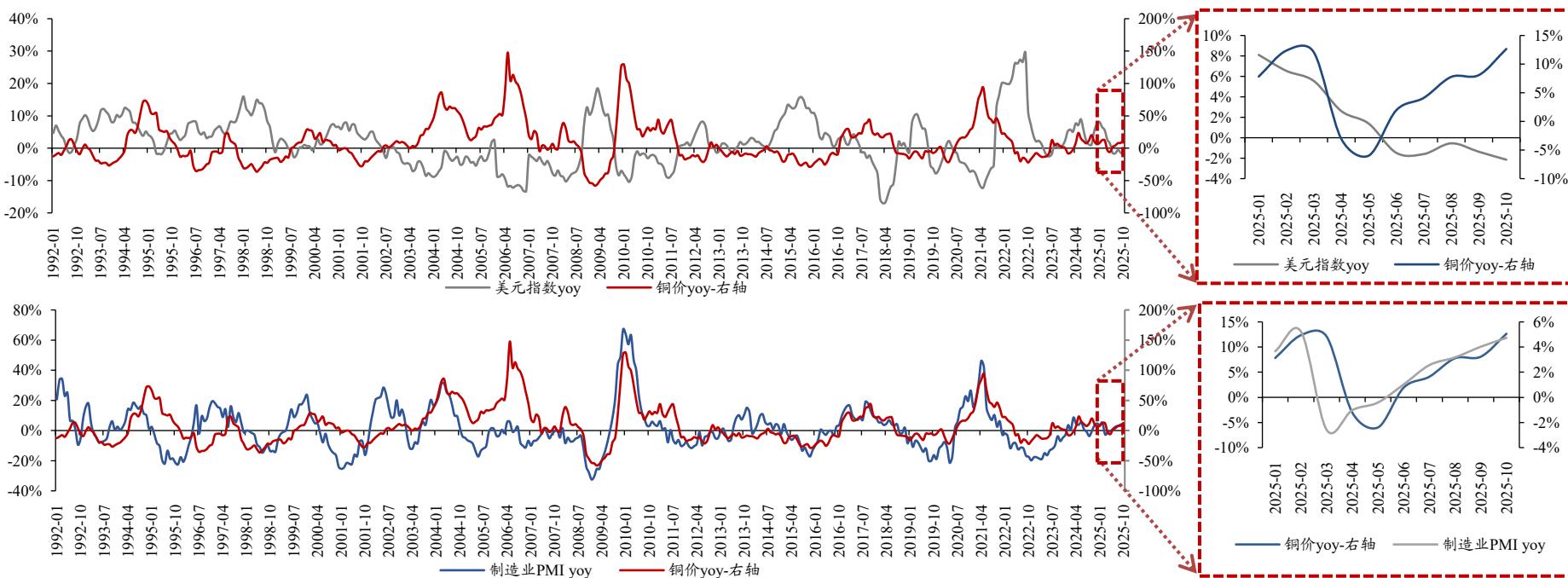
图：2003-2025年铜价变化



## 1.2 2025年铜价与制造业PMI高度相关，商品属性主导为主

- 铜价受金融属性和商品属性共同影响，历史角度铜价与美元指数呈现负相关性，与供需缺口呈现正相关性。金融属性：铜价以美元计价，美元指数上涨时，美元升值，美元购买力增强，以美元计价的铜价相对走弱，反之亦然。商品属性：铜作为商品具有供需缺口，供不应求铜价上涨，供过于求铜价下跌。
- 2025年全年来看，铜价主导因素回到历史传统框架，与商品属性走势高度相关，金融属性呈现负相关性。今年铜价主要受制于供给预期减少价格不断上行，整体与美国制造业PMI保持同向运行，上半年略有滞后，下半年高度相关，与美元指数在下半年呈现显著负相关性。

图：1992-2025年铜商品属性及金融属性



资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 1.3 与2024年底判断不同，金融属性或从主导转为助力铜价上行

- 历史复盘角度，金融属性与常识相悖，加息铜价上升、降息铜价下降，我们判断原因一：商品属性主导铜价；原因二：经济滞后性导致加息过程仍处于通胀阶段，需求仍向好发展。从金融属性角度，近30年历史前4轮加息降息过程中，铜价均表现为加息铜价上升、降息铜价下降态势，与常识有所违背。而在第五轮加息降息过程中，2022.1-2023.7加息阶段铜价首次下跌，跌幅13%，2024.9-2025.10降息阶段铜价上涨，涨幅达16%，金融属性影响再次助力铜价上涨。
- 我们判断2025年以来，与历史最大不同之处在于美元先涨后快速走弱，助力铜价上行，我们预计2026年美国若处于温和降息阶段，美元或持续处于低位，铜价将维持中枢上涨趋势，若类似2007-08年出现金融危机或美国降息较其他国家步伐更慢，美元或有上涨，铜价或有一定压力。

图：双重属性影响铜价

|    | 美联储利率(%)       | 原因        | 铜价变动                        | 金融影响 | 金融属性对于铜价影响方向      |
|----|----------------|-----------|-----------------------------|------|-------------------|
| 加息 | 1994.2-1995.2  | 3.25→6    | 预防93年后经济复苏后通胀               | 51%  | 美国经济温和增长，美元指数逆势下跌 |
| 降息 | 1995.7-1998.11 | 6→4.75    | 为应对经济增长乏力                   | -46% | 美元指数震荡上涨          |
| 加息 | 1999.6-2000.5  | 4.75→6.5  | 亚洲经济危机之后为应对互联网革命过热收紧货币      | 12%  | 美元指数震荡上涨          |
| 降息 | 2000.5-2003.6  | 6.5→1     | 为应对互联网泡沫破裂带来经济衰退            | -9%  | 美元指数先震荡后下跌        |
| 加息 | 2004.4-2006.7  | 1→5.25    | 04年前采取宽松货币政策，加息应对房地产泡沫和遏制通胀 | 175% | 美元指数震荡，美债先跌后涨     |
| 降息 | 2007.9-2008.12 | 5.25→0.25 | 为应对次贷危机对经济冲击                | -60% | 美元指数宽幅震荡          |
| 加息 | 2015.12-2018.6 | 0.25→2.25 | 08年金融危机后宽松货币政策，加息应对通胀       | 32%  | 美元指数波动，美债先跌后涨     |
| 降息 | 2019.8-2020.3  | 2.25→0.25 | 为应对贸易摩擦和疫情对经济影响             | -18% | 美元指数震荡，美债下跌       |
| 加息 | 2022.1-2023.7  | 0.1→5.3   | 加息应对通胀                      | -13% | 美元指数波动，美债上涨       |
| 降息 | 2024.9-2025.11 | 5.3→3.9   | 应对失业率上升及经济略显疲弱              | 16%  | 美元指数先涨后跌，美债震荡下跌   |

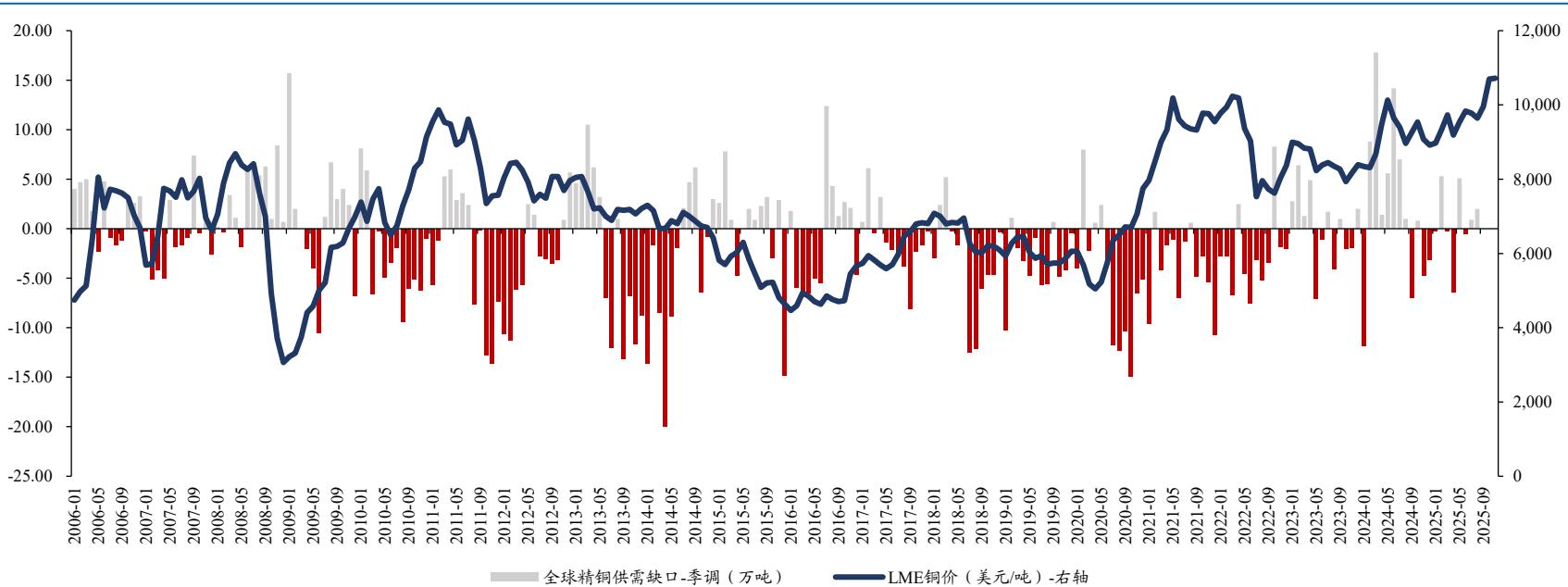
|    | 美联储利率(%)       | 商品影响      | 商品属性对于铜价影响方向                                       | 金融属性对于铜价作用 |
|----|----------------|-----------|--|------------|
| 加息 | 1994.2-1995.2  | 3.25→6    | 美国GDP增速4%以上，支撑需求，同时供给紧张，带动铜价上涨                     | 增长         |
| 降息 | 1995.7-1998.11 | 6→4.75    | 美元GDP增速4%以上，供需开始过剩                                 | 助长波动       |
| 加息 | 1999.6-2000.5  | 4.75→6.5  | 美国GDP增速4%以上，支撑需求，供给转为短缺                            | 增长         |
| 降息 | 2000.5-2003.6  | 6.5→1     | 美国GDP先降后增，呈现供给过剩格局                                 | 减小波动       |
| 加息 | 2004.4-2006.7  | 1→5.25    | 美国GDP增速3%以上，中国GDP季度维持增速10%以上，支撑需求，供给2004年短缺最多103万吨 | 影响较小       |
| 降息 | 2007.9-2008.12 | 5.25→0.25 | 美国GDP震荡下行，供需过剩                                     | 影响较小       |
| 加息 | 2015.12-2018.6 | 0.25→2.25 | 美国GDP增速低于3%，震荡修复，中国城镇化GDP增速7%左右，供需趋紧               | 影响较小       |
| 降息 | 2019.8-2020.3  | 2.25→0.25 | 美国GDP2021Q1增速回落至1%以下，疫情蔓延中国GDP增速下滑至-7%             | 助长波动       |
| 加息 | 2022.1-2023.7  | 0.1→5.3   | 2023前三季度美国GDP增速低于3%，中国GDP增速5%左右，供需趋紧               | 主要因素       |
| 降息 | 2024.9-2025.11 | 5.3→3.9   | 中国制造业返回扩张区间，美国制造业PMI保持软着陆状态，供需趋紧                   | 助长波动       |



## 二、需求稳健，供给情绪反应大于真实基本面表现

- **商品属性角度，2025年1-8月全球供需持续维持紧平衡态势，铜价整体高位运行或抑制需求。**供需角度，根据ICSG数据来看，2025年1-8月精铜持续维持紧平衡态势，除了需求淡季外，上半年铜价高位、矿端扰动增强推动冶炼加速生产，精铜供给较为饱满，2025年1-8月月均供给过剩0.8万吨。2025年铜价高位运行，1-11月平均铜价均价为9704美元/吨，*yoY+6%*
- **我们判断2025年上游矿端供给短缺主要在矿端扰动、现货冶炼端加工费过低体现，并非下游需求真实产生显著短缺缺口，情绪角度反应高于基本面角度，2026年铜价走势我们预计仍需重点关注上游矿山情况。**

图：2019年-2025年铜价*yoY*及精铜供需缺口（万吨）

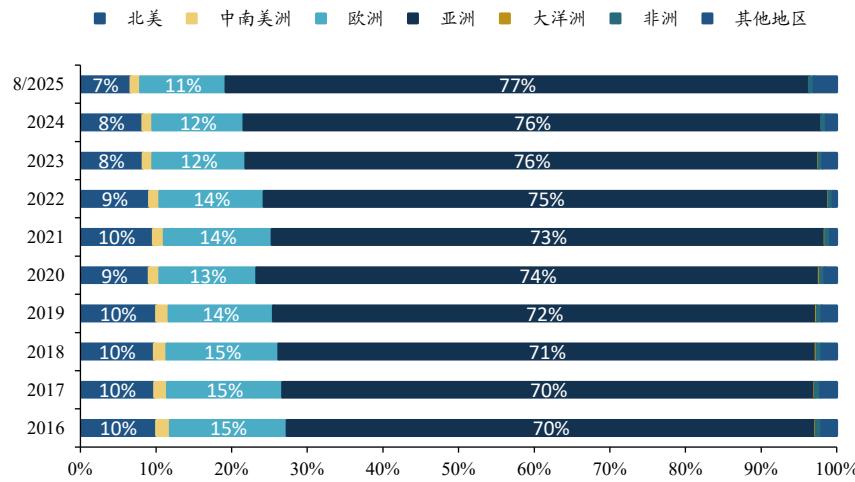


资料来源：ifind，东吴证券研究所

## 2.2 全球需求：2025年全球精炼铜需求增量主要来自中国、日本及德国，墨西哥需求量有所减少

- **全球精炼铜需求2024年中国占比58%，美国占比6%。** 2016-2024年，全球精炼铜消费量呈现稳健上升态势，CAGR为2%，2024年中国/美国消费精炼铜1557/162万吨，yoY+1.3%/+0.5%，贡献全球总消费量58%/6%。
- **2025年1-8月需求量增量主要贡献国家为中国、日本、德国等，墨西哥、芬兰需求量有所减少。** 2025年1-8月全球精炼铜消费量2358万公吨铜(yoY+5%)，其中亚洲、欧洲、非洲以及其他区域贡献增量，北美消费减少。分具体国家来看，亚洲贡献显著增量国家为中国、日本及印度，分别贡献增量为88/5/3万吨，北美中美国贡献3万吨增量。

图：2016年-2025年8月全球精炼铜需求占比 (%)



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所  
备注：2025年8月数据为1-8月累计数据。

图：全球2025年1-8月同比铜需求量 (十万吨)

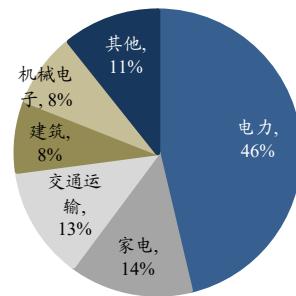
|       | 8/2025 | 8/2024 | 同比增量 | YoY  |
|-------|--------|--------|------|------|
| 中国大陆  | 139.8  | 131.0  | 8.8  | 7%   |
| 其他地区  | 7.1    | 4.3    | 2.8  | 65%  |
| 日本    | 5.9    | 5.4    | 0.5  | 10%  |
| 德国    | 7.9    | 7.4    | 0.5  | 7%   |
| 意大利   | 4.7    | 4.4    | 0.4  | 9%   |
| 比利时   | 2.0    | 1.7    | 0.3  | 18%  |
| 美国    | 13.9   | 13.6   | 0.3  | 2%   |
| 印度    | 6.5    | 6.3    | 0.3  | 4%   |
| 加拿大   | 1.7    | 1.5    | 0.2  | 17%  |
| 埃及    | 1.2    | 1.0    | 0.2  | 24%  |
| 越南    | 2.5    | 2.3    | 0.2  | 10%  |
| 法国    | 1.5    | 1.3    | 0.2  | 16%  |
| 马来西亚  | 2.5    | 2.3    | 0.2  | 9%   |
| 阿联酋   | 3.6    | 3.4    | 0.2  | 6%   |
| 沙特阿拉伯 | 1.5    | 1.3    | 0.2  | 13%  |
| 韩国    | 5.5    | 5.3    | 0.1  | 2%   |
| 泰国    | 3.0    | 2.9    | 0.1  | 4%   |
| 巴西    | 1.9    | 1.8    | 0.1  | 5%   |
| 土耳其   | 4.6    | 4.6    | 0.1  | 1%   |
| 伊朗    | 1.4    | 1.4    | 0.1  | 4%   |
| 俄罗斯   | 2.9    | 2.9    | 0.0  | 2%   |
| 秘鲁    | 0.5    | 0.5    | 0.0  | 5%   |
| 南非    | 0.3    | 0.2    | 0.0  | 9%   |
| 希腊    | 0.6    | 0.6    | 0.0  | 2%   |
| 奥地利   | 0.2    | 0.2    | 0.0  | 1%   |
| 荷兰    | 0.0    | 0.0    | 0.0  | -21% |
| 西班牙   | 3.2    | 3.2    | 0.0  | 0%   |
| 英国    | 0.0    | 0.1    | 0.0  | -33% |
| 印度尼西亚 | 2.1    | 2.1    | 0.0  | -1%  |
| 智利    | 0.6    | 0.7    | -0.1 | -13% |
| 瑞典    | 0.9    | 1.0    | -0.1 | -9%  |
| 波兰    | 2.4    | 2.5    | -0.1 | -5%  |
| 芬兰    | 0.2    | 0.3    | -0.1 | -49% |
| 中国台湾  | 2.8    | 3.8    | -1.0 | -26% |
| 墨西哥   | 0.0    | 3.4    | -3.4 | -99% |

资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

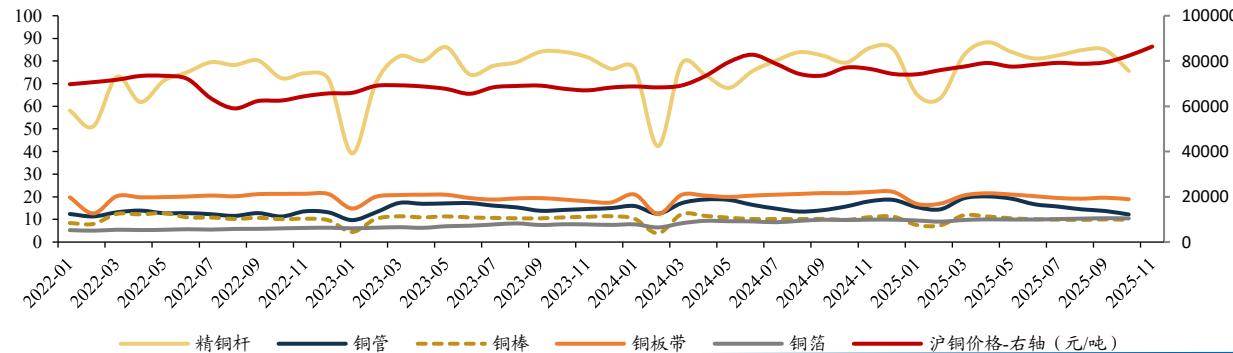
## 2.3 中国需求：2025年中国需求稳健增长，精铜杆/铜管产量稳健增长，铜箔表现优异

- 从中国主要行业铜消费量来看，格局基本企稳，2023年电力和家电仍为主要需求板块，未来地产占比会进一步降低。根据SMM数据，2023年，我国铜下游需求电力占比最高，占比达到46%；其次是家电，占比达14%；第三为交通运输，占比13%。
- 分品类来看，2025年1-10月五大铜材产量同比+3%，精铜杆/铜管产量稳健增长，铜箔增速较快，铜棒/铜板带略有下滑。2025年1-10月，精铜杆/铜管/铜箔月均产量分别为79/16/10万吨， $YoY +7\% / +2\% / +13\%$ ，铜棒/铜板带月均产量分别为10/19万吨， $YoY -1\% / -3\%$ ，五大铜材2025年1-10月产量 $YoY +3\%$ 。产能利用率角度，精铜杆/铜管/铜箔/铜棒/铜板带2025年1-10月产能利用率分别为60%/70%/66%/50%/66%， $YoY +2\% / +1\% / +7\% / -1\% / -3\% pcts$ 。

图：2023年中国主要行业铜消费占比（%）



图：2022-2025年铜价（元/吨）及下游铜材月度产量表现（万吨）

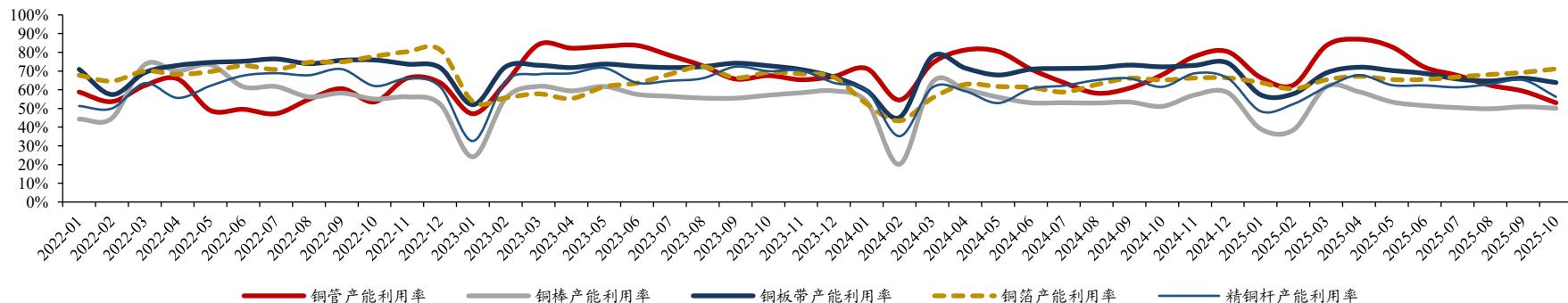


数据来源：SMM，东吴证券研究所

数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

备注：铜箔样本覆盖率97%，铜杆样本覆盖率85%，铜管样本覆盖率85%，铜棒样本覆盖率90%，铜板带覆盖率94%。

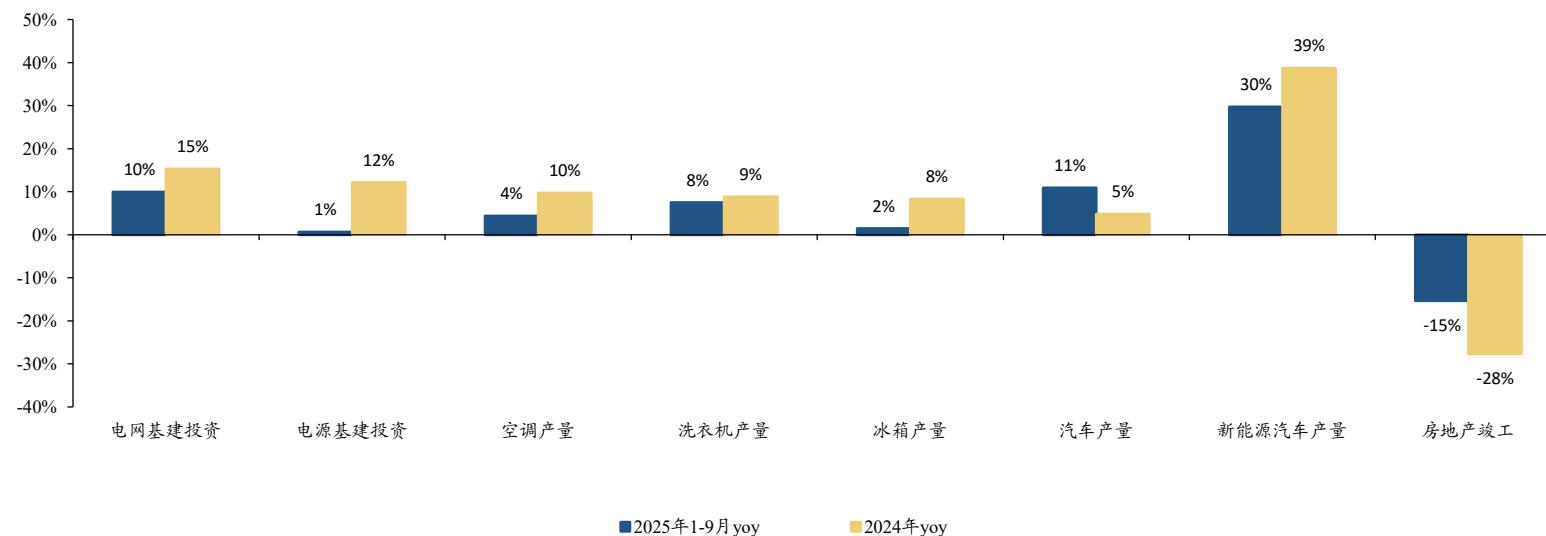
图：2022-2025年下游铜材产能利用率（%）



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

- 单从中国细分下游来看，2025年1-9月下游需求除房地产外都保持良好增长态势，其中汽车同比增速较2024年仍有提升：
- 1) 电网基建投资表现亮眼，电源基建投资增速放缓。1-9月电网基建投资累计 $yoY +10\%$ ，稳健增长，得益于特高压线路推进及配电网升级改造；电源基建投资累计 $yoY +1\%$ ，较2024年有所下降，我们判断主要由于光伏投资增速下滑导致。
- 2) 家电产量稳健增长，增速略有下降。1-9月空调/洗衣机/冰箱产量 $yoY +4/+8/+2\%$ ，整体电器行业表现优异。
- 3) 汽车行业总体需求稳健增长，新能源汽车产量仍保持较高增速。1-9月汽车总产量 $yoY +11\%$ ，其中新能源汽车产量 $yoY +30\%$ ，较2024年增速略有下滑，但仍保持较高增速，符合市场预期。
- 4) 房地产保交楼竣工端表现较弱，较去年降幅有所收窄。今年1-9月房地产竣工 $yoY -15\%$ ，地产行业贡献铜增量能力不足，但由于地产用铜占比不到10%，我们预计影响较小。

图：2025年1-9月及2024年铜下游需求情况比较（%）



## 2.5 中国需求：中国电网投资增长稳健，新能源增速显著回升

- **2025年1-9月电网投资稳健增长带动整体电力需求增长。** 电力整体需求主要分电网和电源角度，2025年1-9月我国电网基建投资稳健上升，达到4378亿元 (yoy+10%)，电源投资5987亿元 (yoy+1%)。
- **风电、光伏行业新增装机增长速度较上年显著回升，带动铜需求增长。** 风电、光伏行业2025年1-9月新增设备容量分别为6109万千瓦及24027万千瓦，同比去年增长56%及49%，在去年较高基数情况下维持高增长，为铜需求提供有力支撑。
- **家电行业2025年1-9月维持增长态势，2026年重要看点在海外出口。** 家电行业2025年1-9月产量稳定增长，中国空调、洗衣机、冰箱产量yoy+4/+8/+2%，在2024年基数较高情况下仍维持稳健增长态势，我们预计2026年进入“后国补时代”后，需重点观察出口海外表现，或为前低后高态势。

图：2017-2025年电网及电源基建投资（亿元）及yoy（%）



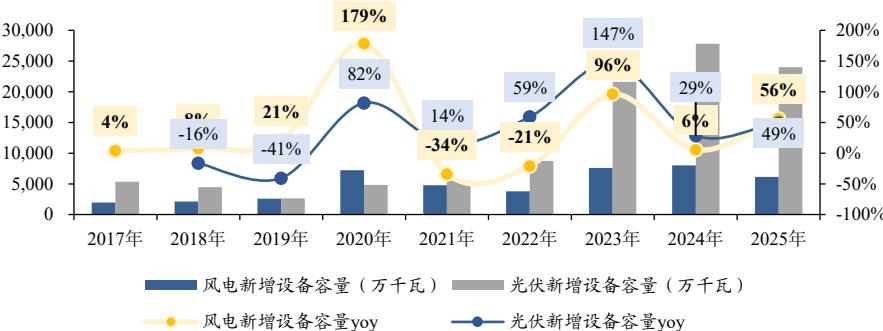
数据来源：Wind, 东吴证券研究所  
备注：2025年数据为1-9月累计数据

图：2018-2025年中国空调、洗衣机、冰箱产量（万台）及累计yoy（%）



资料来源：Wind, 东吴证券研究所  
备注：2025年数据为1-9月累计数据

图：2017-2025年风电及光伏新增设备容量（万千瓦）及yoy（%）

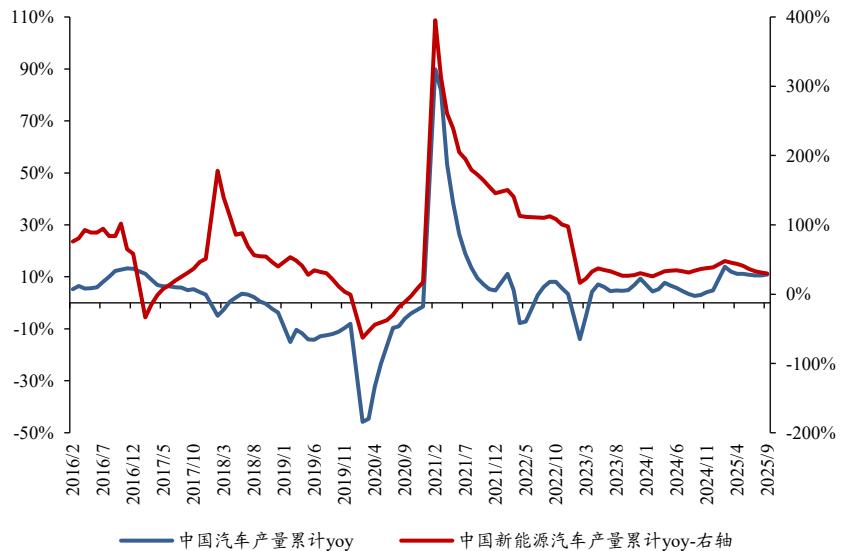


数据来源：Wind, 东吴证券研究所  
备注：2025年数据为1-9月累计数据

## 2.6 中国需求：汽车行业增速稳健，房地产短期难有明显起色

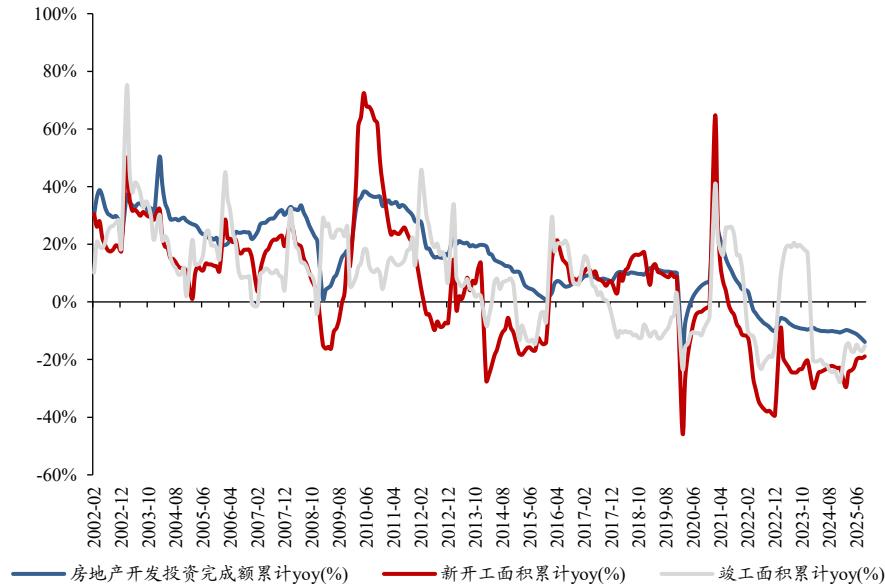
- **2025年1-9月汽车制造整体增速稳健，新能源汽车产量维持高增长，我们预计2026年有望维持稳健增速。**总体汽车产量2025年1-9月累计同比+11%，新能源汽车近三年稳定维持30%左右增速。2025年，新能源汽车在政策扶持内需扩大和出口市场高景气度双重加持下高增速持续；我们预计2026年汽车整体受置换需求及购置税延后影响仍会保持稳健增长态势，新能源汽车渗透率有望进一步提高。
- **2025年1-9月房地产投资降幅较去年同期进一步扩大，新开工及竣工面积相较于去年降幅有所收窄，我们预计短期房地产端仍会对用铜需求有所影响。**1-9月房地产开发投资累计 $yoy-14\%$ ，新开工面积累计 $yoy-19\%$ ，竣工面积累计 $yoy-15\%$ 。我们预计短期2026年房价或逐步止跌企稳，但开工及竣工面积短期难有显著起色。

图：2016-2025年中国新能源汽车、汽车产量累计同比（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2002-2025年地产开发投资、新开工面积、竣工面积累计同比（%）

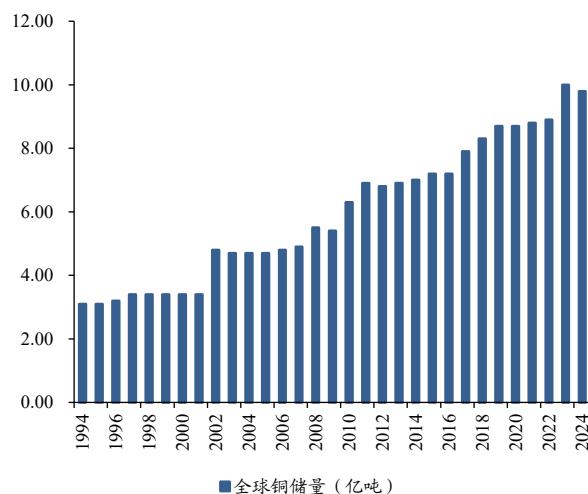


资料来源：Wind，东吴证券研究所

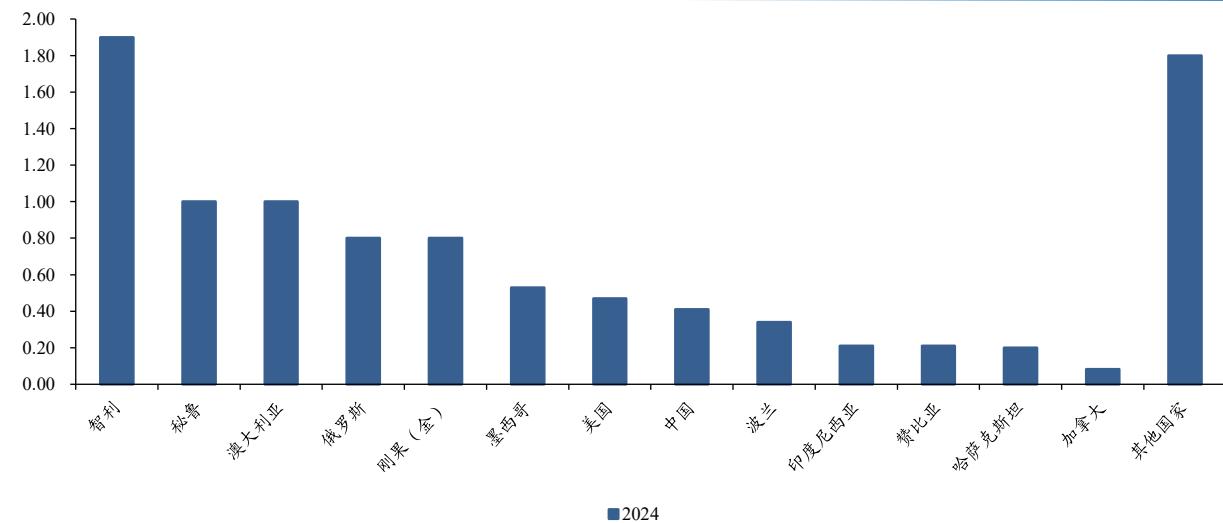
## 2.7 全球供给：铜矿资源储量集中程度较高，2024年储量略有下降

- **铜储量2024年略有下降，大体维持持平态势。供给角度关键或在于成本上升、政治扰动、自然因素等导致矿端开发困难。**
- **2024年铜矿资源储量CR3合计占比全球储量40%。** 2024年铜储量由10亿吨略有下降至9.8亿吨，*yo-y-2%*,其中CR3智利、秘鲁、澳大利亚的铜储量分别为1.9亿吨、1亿吨和1亿吨，合计约占总储量的40%。
- **2024年铜矿储量减少主要国家为秘鲁、美国、印尼。** 2024年秘鲁、美国、印尼铜储量分别减少2000万/300万/300万吨，其余国家储量维持持平。

图：全球铜储量仍有挖潜潜力



图：2024年全球主要国家铜储量（亿吨）



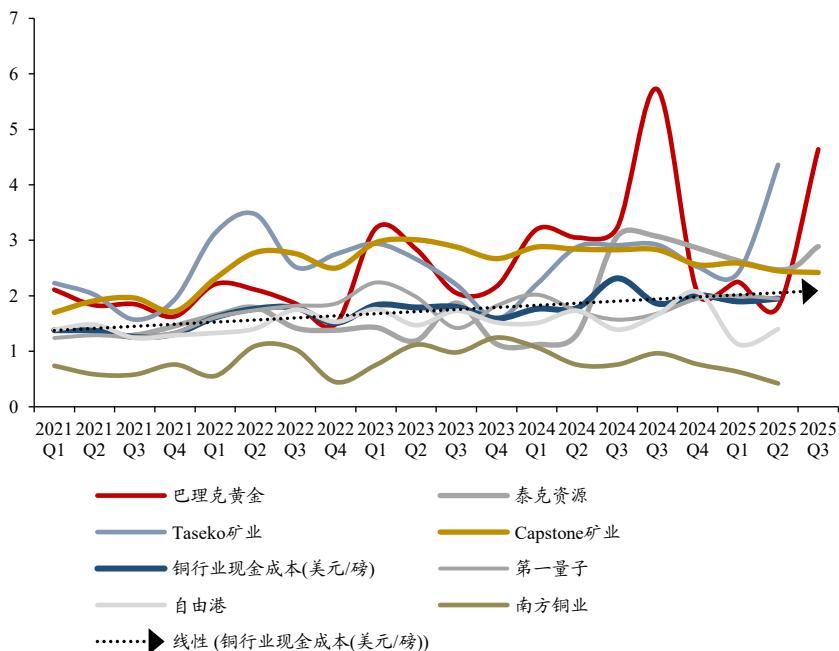
数据来源：Wind, USGS, 东吴证券研究所

资料来源：USGS, 东吴证券研究所

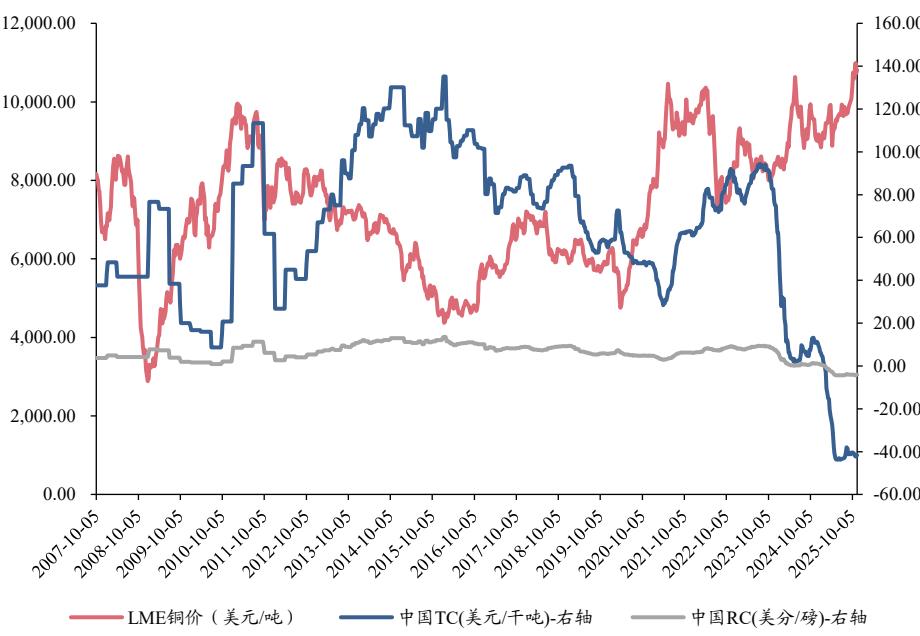
## 2.8 全球供给：C1成本呈现缓慢增长态势，矿端依旧短缺

- **2021-2025年全球主要铜企C1成本呈现逐年上升态势，抬升铜价中枢。** 全球主要铜企2021-2025年成本总体呈现增长态势，主要原因包含矿山品位下降导致采选困难，电力成本增加、人力成本增加等等。以彭博统计的铜企业综合C1成本来看2021Q1现金成本为1.38美元/磅，2025年Q2为2.0美元/磅，增长41%。
- **我们预计2026年冶炼加工费仍不容乐观，或维持较低水平，矿端依旧短缺。** TC/RC截至2025年11月，仍维持2007年至今最低水平位置，TC为-41美元/千吨+，TC为-4美分/磅，冶炼厂仅从加工费来看，仍处于严重亏损状态，受益于副产品价格良好及矿山自给等因素，部分冶炼厂勉强维持运转，预计2026年冶炼加工费依旧不太乐观，矿端依旧体现短缺态势。

图：2021-2025年全球主要铜企C1成本（美元/磅）



图：TC/RC加工费仍处于历史极低分位



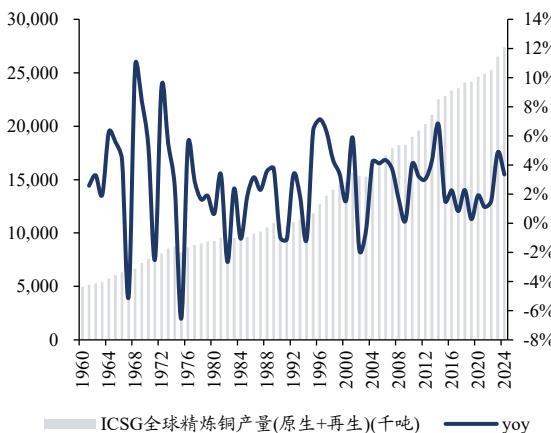
资料来源： Bloomberg , 东吴证券研究所

资料来源： Wind , 东吴证券研究所

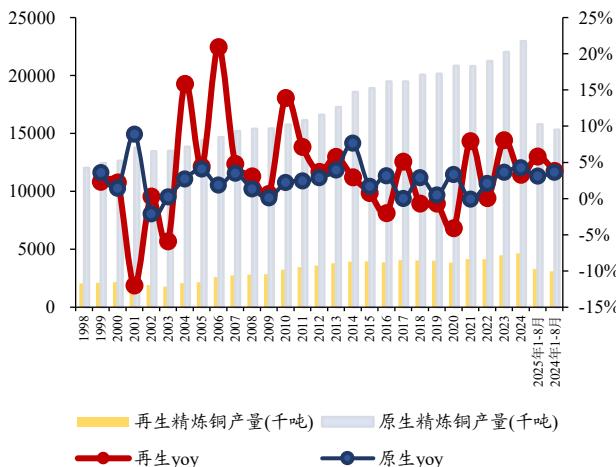
## 2.9 全球供给：2025年铜精矿产量增速低于精炼铜产量增速，矿端较冶炼端更为紧张，再生铜产量有所提升

- **2025年精矿产量增速低于精炼铜增速，矿端较冶炼端更为紧张，再生铜产量有所提升。**
- **2025年1-8月全球精炼铜产量增速7%，显著高于近8年平均增速2%。** 2025年1-8月全球精炼铜产量为1970万吨，  
yoy+7%，远高于近8年来2%平均增速，其中原生铜1579万吨，yoy+3%，再生铜328万吨，yoy+6%。
- **2025年1-8月全球铜精矿产量增速3%，增速平稳。** 根据ICSG数据，2025年1-8月全球铜精矿产量达到1535万吨，较2024年同比增长3%，相较下游精炼铜7%增速凸显今年上游偏紧态势。

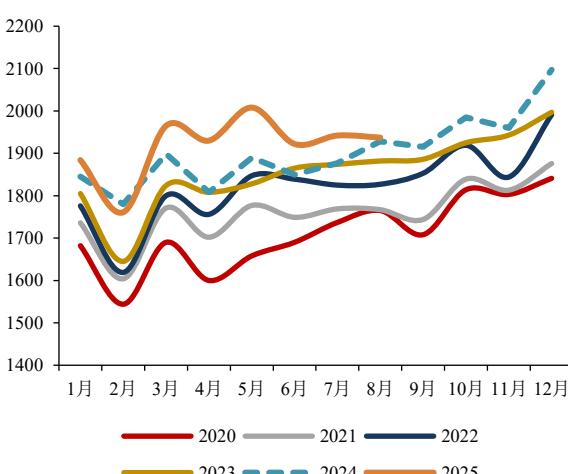
图：1998-2024年全球精炼铜产量及yoy



图：1998-2025年再生/原生精炼铜产量及yoy



图：全球2020-2025年铜精矿月产量（千吨）



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

资料来源：同花顺, 东吴证券研究所

## 2.9 全球供给：全球铜矿供给持续增长，增速受限

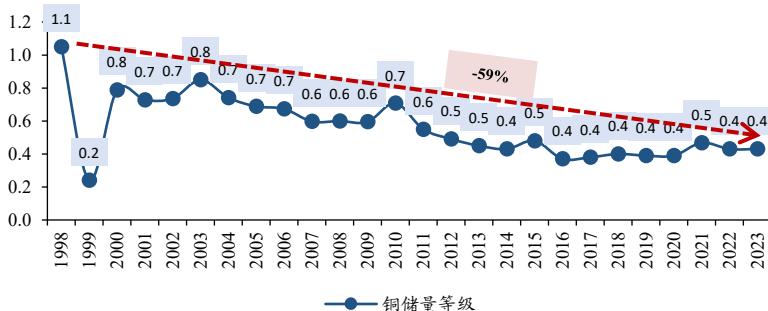
- 铜企资本开支2012年达到峰值，2013-2016年大幅减少，近年来缓慢提升，后续新增供应我们预计增速放缓，供需矛盾持续恶化。全球主要铜企资本开支自1998年逐渐上升，在2012年到达顶峰，随后2013-2016年由于铜价下跌削弱资本开支意愿，大幅跌落。铜矿开发周期约5-6年，我们预计未来几年铜产量增量或处于平稳增长状态，供给偏紧。
- 现有矿山品位不断下降或进一步抑制产量。由于过度开采矿山导致矿石资源贫瘠，全球铜矿品位不断下降。根据彭博统计数据，短期来看，全球铜储量等级从1998年的1.1下降59.0%至2023年的0.43，长期来看，铜资源等级也从2001年最高点0.75下降36%至2023年0.48。铜矿品位的下降一定程度上增加了开采矿山的成本，进一步抑制产量。(目前新发现的多数在原来矿山附近，新矿很少)

图：全球主要铜企资本开支（百万美元）及yyo



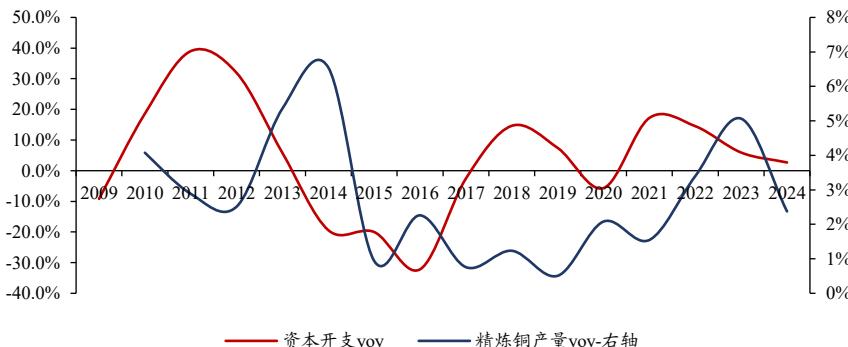
资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图：全球铜储量等级不断下降



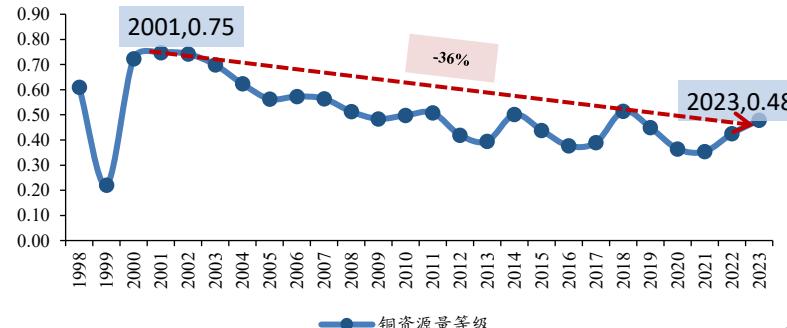
资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图：全球主要铜企资本开支及精炼铜生产yyo (%)



资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图：全球铜资源量等级不断下降

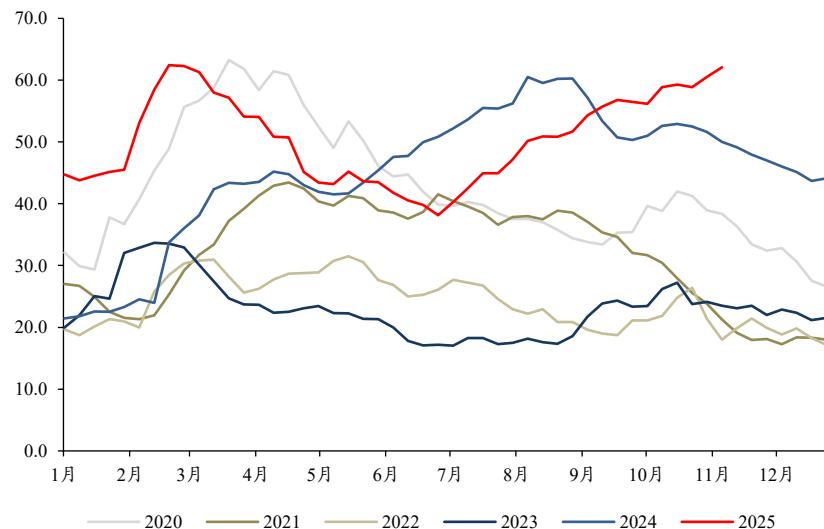


资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

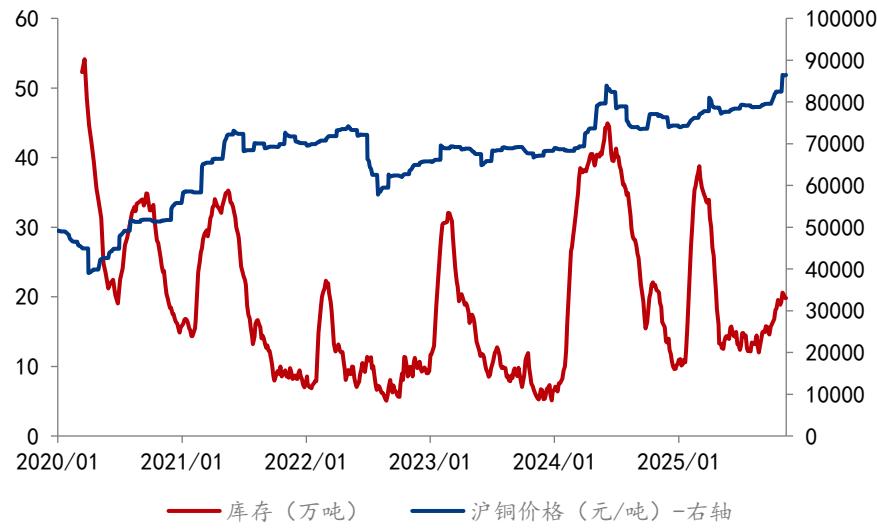
## 2.9 全球库存：2025铜交易所库存显著回升，美国关税导致COMEX库存创历史新高

- 截至2025年11月全球三大交易所铜库存及铜价均处于近6年最高水平。截至2025年11月，全球三大交易所库存为62万吨，为6年内最高水平，但仍处于合理范围内，其中COMEX库存37万吨，上期所12万吨，LME14万吨。2020年至今，COMEX交易所库存10万吨以下波动，2025年4月起，COMEX库存受特朗普发布关税影响开始不断累积，截至2025年11月，处于近5年最高水平，已经达到35-40万吨水平，带动全球库存提升。
- 库存与铜价基本同向共振，并非制约铜价发展因素。我们认为要判断市场对于铜价预期比库存累积值更为重要，2025年起始基本预期为供需紧平衡，1-3月正常累库节奏铜价上涨，3-9月库存先下行再上行，铜价震荡运行，9月底后供给扰动，降息落地，铜价上涨，需求压制，库存累积。
- 库存角度我们判断2026年短期不会制约铜价发展，下游需求仍以刚需为主。

图：2020-2025年三大交易所铜库存（万吨）



图：2020-2025年中国电解铜库存（万吨）及铜价（元/吨）



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

资料来源：Mysteel, 东吴证券研究所

### 三、2026供需紧平衡，铜价受供需因素影响显著

### 3.1 供需平衡表：预计2026年供需铜处于紧平衡状态，铜价中枢有望上行至10500美元/吨



- 根据我们对各行业铜需求测算，我们预计2026年铜处于供需紧平衡状态，供需缺口为5万吨。供给端，基于全球铜矿扰动事件频发，我们假设原生铜2026年增速为2.5%，再生铜产量受益于铜价较高仍维持5.0%左右增速，整体2026年全球供给2897万吨，*YoY +3%*。需求端，中国受益于电力稳健投资、海外受益于电力系统更新改造及AI数据中心等发展，我们预计2026年全球需求为2901万吨，*YoY +3%*。
- 我们预计在铜供给趋紧，需求持续释放，金融背景利好大宗商品价格背景下，铜价中枢2026年或持续上行至10500美元/吨。**

表：铜2022-2027年供需平衡表

|                | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 铜供给合计          |      |      |      |       |       |       |
| 原生铜产量(万吨)      | 2153 | 2243 | 2295 | 2329  | 2388  | 2459  |
| <sub>YoY</sub> | 3.9% | 4.2% | 2.3% | 1.5%  | 2.5%  | 3.0%  |
| 再生铜产量(万吨)      | 412  | 452  | 464  | 485   | 509   | 534   |
| <sub>YoY</sub> | 0.7% | 9.6% | 2.7% | 4.5%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 全球(万吨)         | 2565 | 2695 | 2759 | 2814  | 2897  | 2994  |
| <sub>YoY</sub> | 3.4% | 5.1% | 2.4% | 2.0%  | 2.9%  | 3.4%  |
| 全球供需缺口(供给-需求)  | -32  | 6    | 29   | -3    | -5    | 20    |
| 铜需求合计          |      |      |      |       |       |       |
| 中国铜需求合计(万吨)    | 1468 | 1649 | 1700 | 1788  | 1872  | 1945  |
| <sub>YoY</sub> | 6%   | 12%  | 3%   | 5%    | 5%    | 4%    |
| 海外需求(万吨)       | 1128 | 1040 | 1029 | 1029  | 1029  | 1029  |
| <sub>YoY</sub> | 0%   | -8%  | -1%  | 0%    | 0%    | 0%    |
| 全球铜消费量(万吨)     | 2597 | 2689 | 2730 | 2817  | 2901  | 2974  |
| 全球铜消费增量(万吨)    | 79   | 92   | 41   | 88    | 84    | 73    |
| <sub>YoY</sub> | 3%   | 4%   | 2%   | 3%    | 3%    | 3%    |
| 中国铜需求合计        |      |      |      |       |       |       |
| 交通用铜(万吨)       | 102  | 123  | 149  | 172   | 187   | 199   |
| 同比增量           | 21   | 21   | 26   | 23    | 15    | 12    |
| <sub>YoY</sub> | 57%  | 59%  | 62%  | 63%   | 63%   | 62%   |
| 电力用铜(万吨)       | 645  | 721  | 842  | 908   | 973   | 1029  |
| 同比增量           | 40   | 76   | 121  | 66    | 65    | 56    |
| <sub>YoY</sub> | 7%   | 12%  | 17%  | 8%    | 7%    | 6%    |
| 风电铜(万吨)        | 18   | 36   | 35   | 50    | 59    | 69    |
| <sub>YoY</sub> | -45% | 92%  | 0%   | 41%   | 18%   | 17%   |
| 光伏铜(万吨)        | 47   | 119  | 153  | 165   | 169   | 169   |
| <sub>YoY</sub> | 62%  | 152% | 28%  | 8%    | 2%    | 0%    |
| 家电用铜(万吨)       | 178  | 196  | 213  | 234   | 253   | 265   |
| 同比增量           | 3    | 18   | 17   | 21    | 19    | 13    |
| <sub>YoY</sub> | 2%   | 10%  | 9%   | 10%   | 8%    | 5%    |
| 消费用铜(万吨)       | 154  | 159  | 163  | 163   | 163   | 163   |
| 同比增量           | 11   | 5    | 5    | 0     | 0     | 0     |
| <sub>YoY</sub> | 8%   | 3%   | 3%   | 0%    | 0%    | 0%    |
| 地产用铜(万吨)       | 129  | 150  | 111  | 86    | 69    | 59    |
| 同比增量           | -3   | 20   | -39  | -24   | -17   | -10   |
| <sub>YoY</sub> | -2%  | 16%  | -26% | -22%  | -20%  | -15%  |
| 其他铜需求量(万吨)     | 260  | 301  | 223  | 225   | 227   | 229   |
| <sub>YoY</sub> | 3%   | 16%  | -26% | 1%    | 1%    | 1%    |

数据来源：Wind，安泰科，东吴证券研究所预测

## 四、投资策略：上游矿端资源量释放+下游加工高壁垒标的

## 4.1 两条主线：上游矿端资源量释放+下游加工高壁垒标的



- **2026年投资主线：**展望2026年，我们预计“**上游矿端资源量释放+下游加工高壁垒标的**”为行业主要投资方向。
- **一：上游矿端资源量释放：**对于上游矿端，资源量仍是第一要素，由于目前矿山开采成本逐步提升及矿山品位逐渐下降，我们认为资源量2026年有显著提升逻辑、同时有自身开发α优势的标的有望受益，推荐**紫金矿业、洛阳钼业**，建议关注**金诚信、西部矿业、江西铜业、铜陵有色**等。
- **二：下游加工高壁垒标的：**由于2026年我们预计铜冶炼产能依旧过剩，我们看好加工具有壁垒且下游行业表现优异标的，我们推荐**海亮股份**，建议关注**博威合金、斯瑞新材**。

表：铜行业估值表（截至2025.11.25）

| 股票代码      | 公司   | 市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 归母净利润(亿元) |       |       |       | PE    |       |      |
|-----------|------|------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      |            |           | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |      |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 7,577      | 28.5      | 503.6     | 590.2 | 690.0 | 15.0  | 12.8  | 11.0  |      |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 3,417      | 16.0      | 188.1     | 254.9 | 297.4 | 18.2  | 13.4  | 11.5  |      |
| 600362.SH | 江西铜业 | 1,276      | 36.9      | 81.2      | 86.7  | 96.0  | 15.7  | 14.7  | 13.3  |      |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 669        | 5.0       | 35.3      | 50.6  | 57.0  | 19.0  | 13.2  | 11.7  |      |
| 601168.SH | 西部矿业 | 542        | 22.7      | 38.6      | 43.7  | 48.5  | 14.0  | 12.4  | 11.2  |      |
| 603979.SH | 金诚信  | 385        | 61.7      | 23.7      | 27.6  | 32.6  | 16.2  | 13.9  | 11.8  |      |
| 000878.SZ | 云南铜业 | 327        | 16.3      | 20.4      | 23.0  | 28.7  | 16.0  | 14.2  | 11.4  |      |
| 002203.SZ | 海亮股份 | 285        | 12.4      | 16.6      | 31.5  | 39.4  | 17.2  | 9.0   | 7.2   |      |
| 688102.SH | 斯瑞新材 | 190        | 24.6      | 1.6       | 2.0   | 2.7   | 122.0 | 93.8  | 71.4  |      |
| 002171.SZ | 楚江新材 | 182        | 11.2      | 6.7       | 8.6   | 10.9  | 27.2  | 21.1  | 16.7  |      |
| 601609.SH | 金田股份 | 176        | 10.2      | 7.4       | 9.4   | 10.8  | 23.8  | 18.8  | 16.3  |      |
| 601137.SH | 博威合金 | 173        | 21.1      | 14.2      | 15.5  | 18.0  | 12.2  | 11.2  | 9.6   |      |
| 平均        |      |            |           |           |       |       |       | 26.4  | 20.7  | 16.9 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

备注：除紫金矿业、洛阳钼业、海亮股份外其它标的预测均为wind一致预期（时间截至2025.11.25）。

## 五、风险提示

### ➤ 下游需求不及预期

行业需求不及预期，市场可能受到竞争加剧影响。

### ➤ 美元持续走强风险

铜作为大宗商品具备一定的金融属性，美元若持续走强将对铜价形成向下的压制作用。

### ➤ 地缘政治风险

地缘政治风险导致铜矿生产销售受阻，进而带来销售风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

# 东吴证券 财富家园