

一、刚果冲突引发锡矿停产 也为锌矿埋下隐患

3月13日（周四）晚间受Alphamin Resources宣布因刚果（金）当地武装叛乱暂停期Bisie矿山生产的消息刺激，锡价飙升，沪锡跳涨至10%涨停板，创2024年7月下旬以来新高。由此引发市场对其他刚果地区有色金属矿山正常生产的担忧。下面我们主要分析一下当地锌矿情况。

刚果民主共和国（DRC）的锌矿资源主要集中在南部加丹加铜矿带（Katanga Copperbelt），常作为铜、钴等金属的伴生矿产。

其中最大的锌矿为艾芬豪矿业的基普什（kipushi）锌矿。其在2024年6月重启，24年贡献5万金属吨产量，并计划在2025年年中将选矿厂处理能力提升20%，达到年产能28万金属吨的目标，占全球产量的2%左右，成为全球第四大锌矿。年初我们给予该矿25年共15万吨的预期增量。从最新产量披露来看，基普什选厂1月份产锌1.6万吨，2月份产锌1.2万吨，从日度产量来看，并没有快速爬产，甚至2月日产量有所下降，目前进度来看，也仍在我们年初预估中。

从地理位置来看，Kipushi矿位于刚果（金）西南部，上加丹加省西南部Kipushi镇附近，毗邻赞比亚边境，距离Kamoa-Kakula铜矿项目东南约250公里，距离目前武装冲突集中的东部地区较远，生产暂时未受到影响。

图1：刚果金有色金属矿山分布图



资料来源：谷歌地图 民生证券 新湖研究所

表 1：2025 年全球主要锌矿山产量变化（万金属吨）

锌矿	所属公司	国家地区	24 年变量	25 年变量	备注
Ozernoye	Ozernoye	俄罗斯	5	10	2023.11 火灾，2024.9 初投产，满负荷 32 万吨
Kipushi	Ivanhoe	刚果	5	15	2024 年 6 月恢复生产，满负荷 25 万吨
火烧云	新疆地矿	中国	5	8	25 年下半年冶炼线投产
湘西花垣大脑坡	湖南志弘矿业	中国	0	3	预计 2025 复产，产能 10 万吨
猪拱塘	盛达资源	中国	0	2	2024 年底一期完工
Buenavista Zinc	Southern Copper	墨西哥	5.5	4	2024 年 Q1 投产
Endeavor	Polymetals	澳大利亚	6		2024 年下半年复产
Gamsberg	Vedanta	南非	0	5	二期爬产
Vares	Adriatic Metals	波斯尼亚	4	2	2024 年 3 月投产
Aripuanã	Nexa	巴西	2	2	爬产缓慢
Zhaimem	Glencore	哈萨克斯坦	3		爬产
Rampura Agucha	Vedanta	印度	2		
Neves Corvo	Lundin	葡萄牙	1	2	项目持续爬产
Sindesar Khurd	Vedanta	印度	1		
Tara	Boliden	爱尔兰	1	8	2023 年 6 月停产，2024 年四季度复产满产
Aljustrel	Almina	葡萄牙	-7.5		2023 年 9 月停产，预计 2025 年二季度复产
Antamina	Glencore/Teck/BHP/Mitsubishi	秘鲁	-23	20	采矿方式改变
Gordonsville 和 Cumberland	Nyrstar	美国	-4.6		23 年 11 月底关闭
Myra Falls poly metallic mine	托克	加拿大	-4		23 年 12 月停产
Kidd	Glencore	加拿大	-1.5		2024 年末寿命到期
Red Dog	Teck	美国	-3.5	-6	2024 品位下降
		合计	-3.6	75	

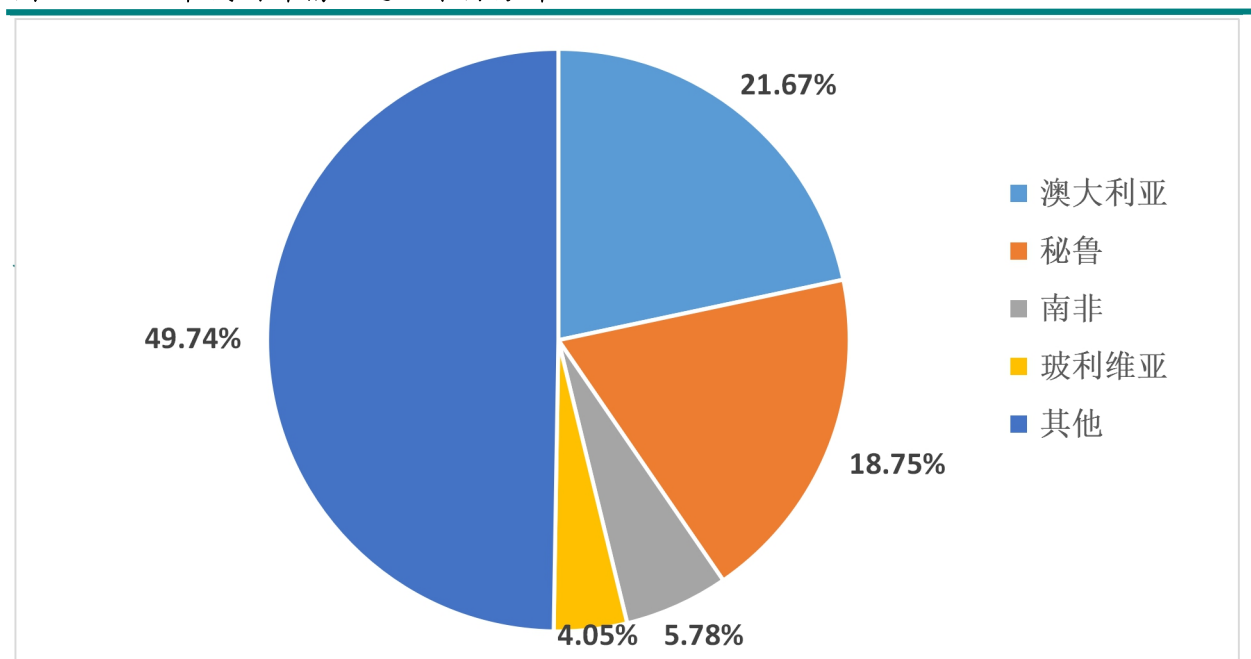
来源：各公司官网 新湖研究所

虽然目前 Kipushi 生产未受到影响，但可以看到，作为 2025 年最大锌矿增量来源之一的矿山来说，其投产速度将明显影响全球锌矿供需平衡。我们认为，在目前我们对 2025 年全年锌元素平衡本身不看大幅过剩下，该矿若出现停产，或再度打破市场对原料宽松的预期，引发投机性买盘推高锌价。目前刚果的局势为此埋下了隐患。

而除了能否正常生产的担忧外，还会带来对锌矿正常运输、港口出口顺利度的担忧。考虑到地理位置，基普希矿的出口大概率主要依赖坦桑尼亚达累斯萨拉姆港，辅以南非德班港，目前暂未有出口受限的担忧。

另外，基普什矿若发生生产问题，对中国直接进口影响来看，或较小。我国 2024 年锌精矿进口量为 409.64 万实物吨（约 184 万金属吨），同比减少 13.25%，进口依托度 30%，主要来源国为澳大利亚、秘鲁、南非等。且据了解，实际销售中，基普什已与托克集团、中信金属签署包销协议，可能分流至其他市场，对中国进口直接影响暂时有限。

图 2：2024 年我国锌精矿进口来源分布



资料来源：海关总署 新湖研究所

建议持续跟踪刚果政局稳定性、矿山运营状况及中国进口数据，以动态调整策略。

二、LME 注册仓单大幅下降 关注实际需求带来的可持续性

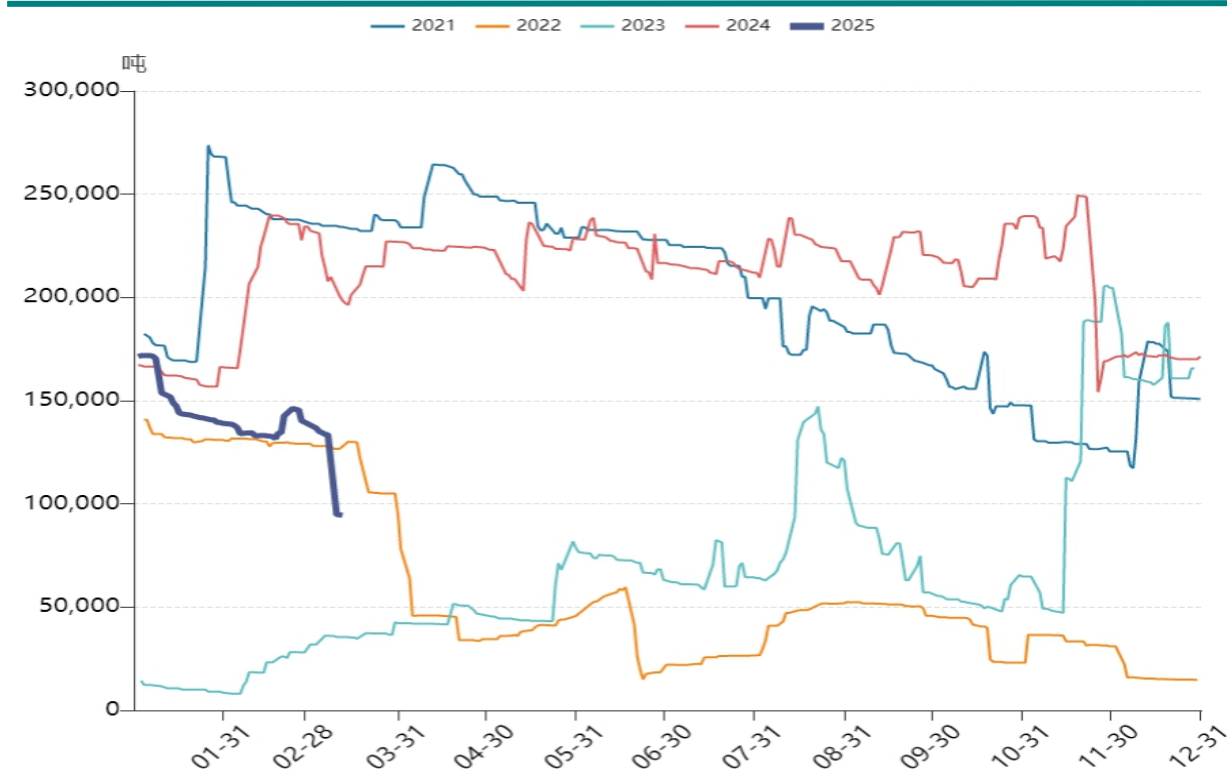
3 月 11 日，LME 仓单大幅注销 67125 吨，较上一日增加 4 万多吨，LME 全球注册仓单来到 9.45 万吨，近十五个月低位。在目前全球锌锭库存处于偏低情况下，LME 锌价当天有明显上行。市场对 LME 锌市是否会发生如 24 年四季度逼仓行情产生了担忧。

但根据 LME 市场仓单集中度来看，3 月初，LME 仓单集中度还处于 50-79% 的较高水平，但至 3 月 11 日显示已无超 30% 以上的大户。配合仓单大幅注销时间节点来看，可以推测，LME 仓单继续大幅注销的可能性已较小。

当然，我们认为，虽然“逼仓”可能性仍在下降，但“金三银四”需求旺季已在眼前，从国内到海外的需求成色亟待验证。若届时 LME 库存或注册仓单在需求向好下持续下降，仍或对锌价带来较强的向上驱动。

建议密切关注 LME0-3 升贴水及全球库存情况。

图 3：LME 全球注册仓单



资料来源：Wind 新湖研究所

图 4：LME 仓单集中度

期货价格汇集报告 更新: 03/06/25																
汇集%	做多头寸						做空头寸									
	03/25		04/25		05/25		03/25		04/25		05/25					
5-9	4		2		2		1		1		2					
10-19	1		2		1		2		0		0					
20-29	0		0		1		0		1		0					
30-39	0		0		0		0		0		0					
40+	0		0		0		0		0		0					

仓单持有报告 更新: 03/06/25																
仓单持有						现金						次日				
30-39	40-49	50-79	80-89	90+	未报	30-39	40-49	50-79	80-89	90+	未报	30-39	40-49	50-79	80-89	90+
0	0	1	0	0	--	0	1	0	0	0	--	0	1	0	0	0

期货价格汇集报告 更新: 03/11/25																
汇集%	做多头寸						做空头寸									
	03/25		04/25		05/25		03/25		04/25		05/25					
5-9	3		3		2		1		4		2					
10-19	1		1		1		2		0		0					
20-29	0		0		0		0		0		0					
30-39	0		0		0		0		0		0					
40+	0		0		0		0		0		0					

仓单持有报告 更新: 03/11/25																
仓单持有						现金						次日				
30-39	40-49	50-79	80-89	90+	未报	30-39	40-49	50-79	80-89	90+	未报	30-39	40-49	50-79	80-89	90+
0	0	0	0	0	--	0	0	0	0	0	--	0	0	0	0	0

资料来源：彭博 新湖研究所

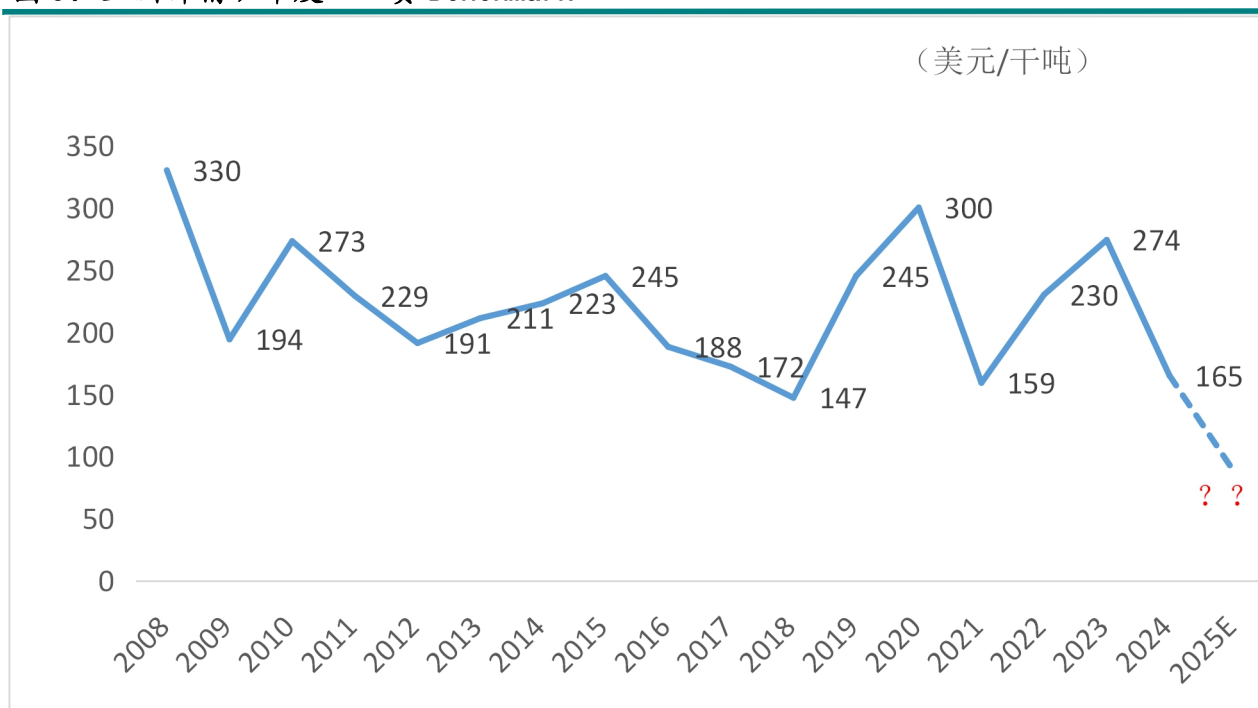
三、海外炼厂减产压力增大 关注近期内外正套机会

3月12日(周三)，大宗商品交易商托克(Trafigura)旗下的Nyrstar表示，该公司将从4月起将澳大利亚霍巴特(Hobart)锌项目产量削减25%，该消息一度推高锌价。根据其2017年披露的报告来看，其年产量在24万吨左右，因此此次减产若持续至年底，则涉及4.5万吨。从全年全球锌锭供需平衡来看，影响量并不大。且据了解，由于其冶炼本身主要依靠外采锌矿，因此它的减产，对全球锌矿供应来说，是加剧了宽松，可以释放一部分矿的供应，转而流向我国冶炼厂。

但不得不承认的是，从锌锭的供应来看，2025年海外锌冶炼厂面临着不同的生产压力。虽然近期海内外加工费有不同程度的回升，但海外矿山对于年度长单TC谈判迟迟未能统一，与冶炼厂分歧较大。且从目前进展来看，年度TC Benchmark或创历史新低（预计两位数）。因此长单TC创新低、成本高昂导致的低利润下，已有不少海外冶炼厂陆续公布减产计划。

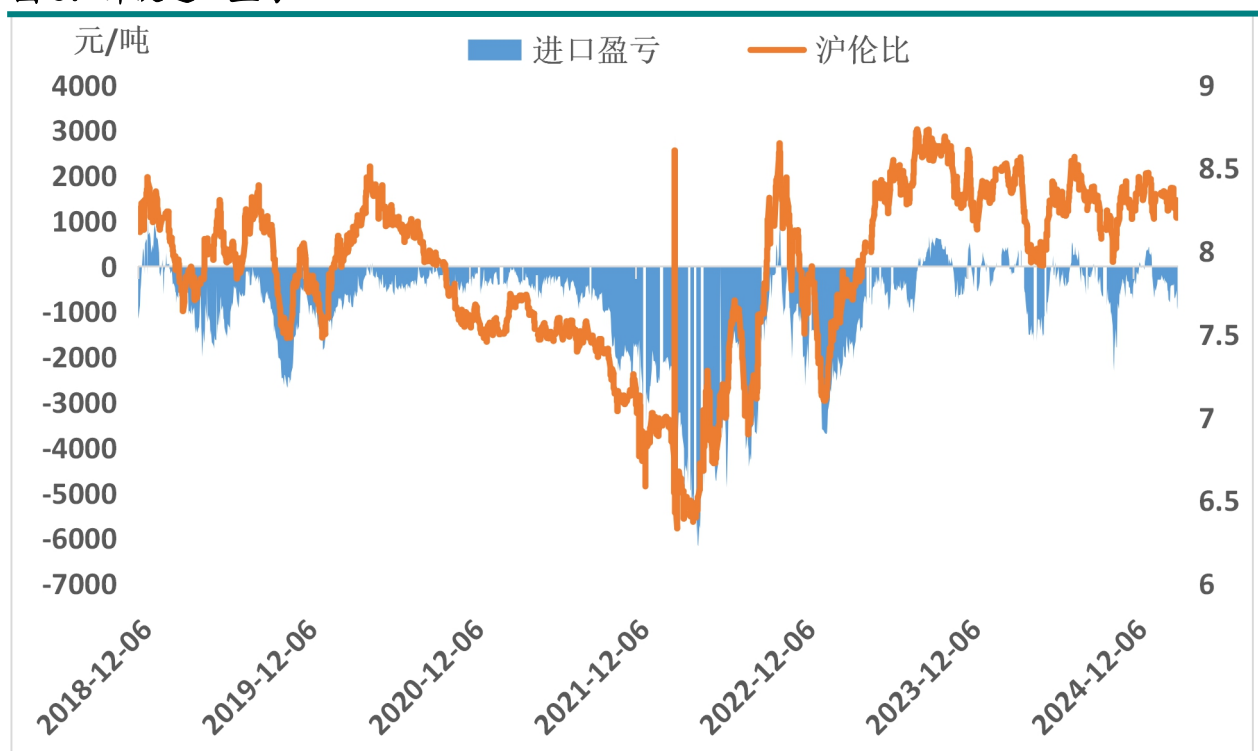
我们认为，后续海外炼厂仍可能产生边际减量，这对锌价绝对价格来讲，影响偏小，但或影响海内外的供需平衡，内外比价或继续下行，进口亏损继续扩大。建议关注近期内外正套机会。

图 5：亚洲锌精矿年度加工费 Benchmark



资料来源：公开新闻 新湖研究所

图 6：锌锭进口盈亏



资料来源：Wind 新湖研究所

分析师：柳晓怡（铅锌）

执业资格号：F3041999

投资咨询资格号：Z0015277

审核人：孙匡文

审核人执业资格号：F3007423

审核人投资咨询资格号：Z0014428

日期：2025 年 3 月 14 日

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，期货交易咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。