

**摘要：**9月以来，锌基本面阶段性改善。供应端，矿端恢复较慢，进而影响TC反弹亦偏慢，冶炼恢复有限；消费端，进入11月，由于铁塔新增订单以及市场对特朗普出口关税的担忧，下游出现超淡季预期的阶段性走强，带动社库整体下滑。锌锭现货紧张，月差不断走阔，资金扰动持续，锌价相较其他有色品种走势偏强。我们认为，短期而言，资金扰动影响仍存。中长期维度，随着锌矿新增项目投产放量较快，供应矛盾缓解，消费冲量结束，锌价或震荡下行。

## 一、矿端恢复较慢，供应矛盾依存

锌矿三季度继续恢复，但恢复速度不及预期，供应端偏紧的状态短期内难以缓解。海外主要锌矿企业三季度同比上升3.7%，累计同比下滑0.4%，同比回升主要由于去年多种干扰下的低基数，累计同比持平主要由于今年新项目投产增量兑现较慢。如俄罗斯Oz矿于三季度宣布复产，但因俄罗斯受美国制裁，当地资金周转、基础设施等方面存在硬性约束，投产进度较为缓慢；刚果Kipushi矿于11月正式重启，但由于刚果当地电力输送有限、分选品位药剂效果不及预期等原因，今年锌矿产量指引由10-14万吨下调至5-7万吨。国内，一到三季度锌矿产量累计同比下滑1.0%，亦不及2023年底的市场预期。老矿区品位下滑，而火烧云、猪拱塘等新增矿产项目由于可选品位、矿权归属等因素放量有限。

矿端的恢复速度不及预期导致国产矿加工费（TC）长期处于低位，反弹较慢。二季度开始，TC不断下滑至历史性低位，部分冶炼厂于三季度开始减产。近期TC有一定回升，但1600元/吨的TC下冶炼利润仍处于偏低亏损状态，不足以驱动中游炼厂恢

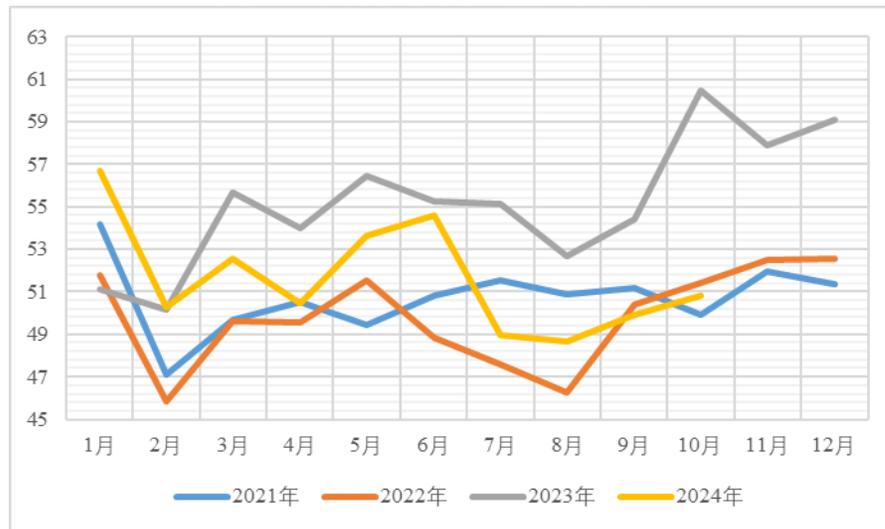
复产量，12月预计产量环比增加不足1万吨。下半年产量预计将保持同比10%的下滑。

表 1、海外锌矿产量

公司	23Q3	23总计	24Q2	24Q3	yoy	ytd	增产/减产原因
Vedanta	318.0	1318.0	300.0	300.0	-5.7%	-7.4%	多个项目锌品位降低, 选剂质量下滑
Teck	152.8	644.0	151.9	210	37.4%	12.9%	Red Dog 品位上升, 可采量增加
Glencore	237.4	918.5	211.6	226.4	-4.6%	-4.2%	主要受Antamina采矿顺序改变今年产量下滑
Nexa	87.4	78.2	82.5	82.7	-5.4%	3.9%	开采至高品位矿区
BOLIDEN	37.3	195.3	39.2	45.1	20.9%	-20.9%	三季度开始设备效率提升
MMG	59.3	203.5	50.2	46.4	-21.7%	11.5%	去年三季度弥补上半年停产量有超量
Lundin	49.8	185.2	47.5	46.6	-6.4%	3.9%	
Newmont		104.4	65.0	58	/		
BHP	35.7	132.7	15.8	19.4	-45.7%	-45.7%	主要受Antamina采矿顺序改变今年产量下滑
总计	979	3780	964	1015	3.7%	-0.4%	

数据来源：公开信息资料、永安期货研究中心整理

图 1、国内锌锭产量（万吨）



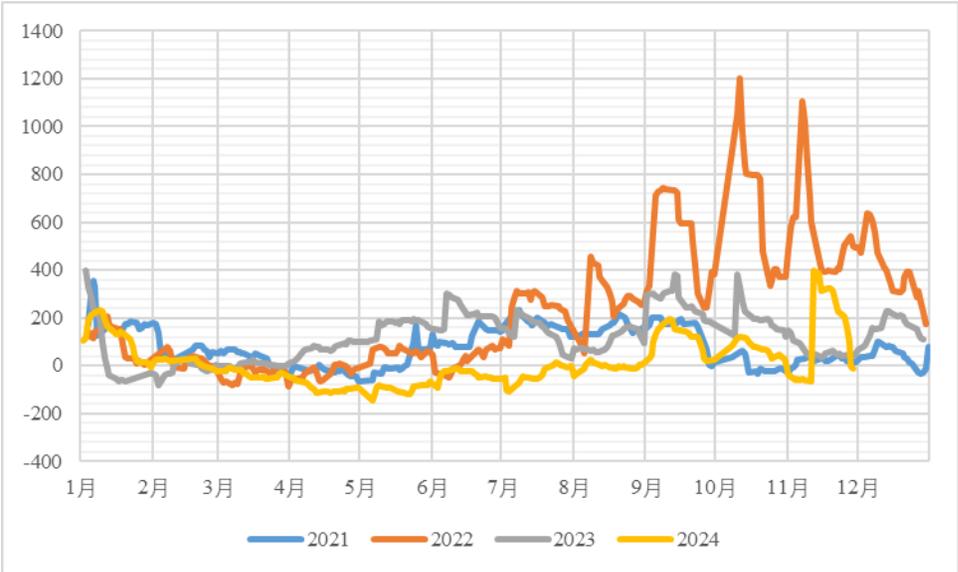
数据来源：SMM、永安期货研究中心

## 二、资金扰动持续，锌价居高不下

11月上旬，受锌锭减产增加、锌价高位回落释放下游接货意愿、贸易商存交仓计划等因素影响，我国锌锭现货升贴水快速上行，市场锌锭现货流通量有限。同时，针对北方地区的环保监察转宽松，且特朗普上台后，部分企业担忧出口问题，镀锌组件存在一定的“抢出口”现象，下游开工率有所提高。因此，11月中旬后，锌锭社会

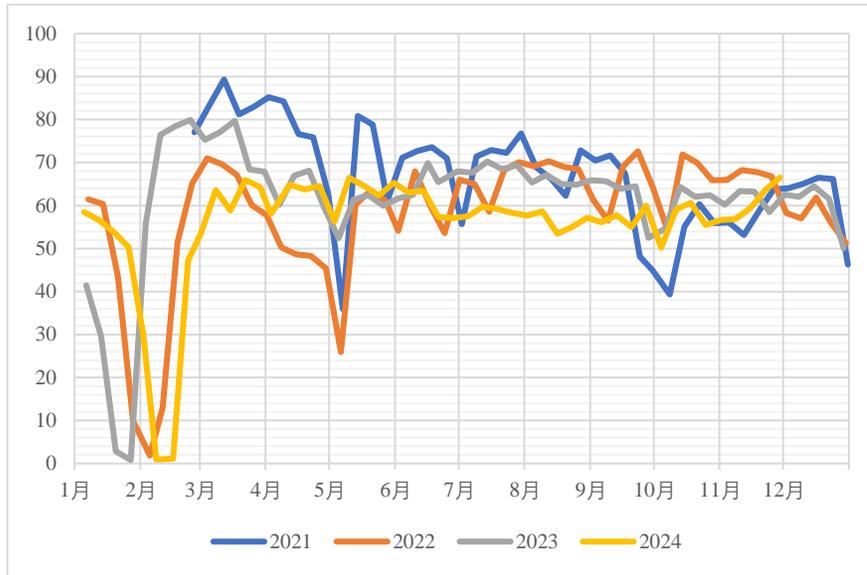
库存快速下滑，速度超出了需求淡季去库速度的市场预期。宏观情绪相较月初亦有所改善。在这样的条件下，多头资金情绪持续发酵，锌价冲破 2.6 万元/吨。同时，海外的注册仓单也减少近 10 万吨，可用锌库存减少到 17 万吨左右，为近一年最低量。内外库存皆下行，月差走阔，锌价居高不下。事实上，在 10 月中下旬，LME 锌 0-3 月升贴水已大幅走高过。截至目前，海外持仓集中度依旧偏高，且多头已移仓至 2 月，资金扰动风险依旧存在。

图 2、国内锌锭现货升贴水（元/吨）



数据来源：SMM、永安期货研究中心

图 3、国内镀锌开工率



数据来源：SMM、永安期货研究中心

图 4、LME 锌持仓变化

汇集%	做多头寸						做空头寸					
	12/24		01/25		02/25		12/24		01/25		02/25	
5-9	0	3	0	3	0	3	4	3	3	3	3	3
10-19	2	1	0	1	0	0	1	2	0	0	0	0
20-29	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
30-39	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
40+	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

仓单持有报告																	更新: 11/27/24	
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+	未报
0	0	0	1	0	--		0	0	0	1	0	--	0	0	0	1	0	--

数据来源：Bloomberg、永安期货研究中心

### 三、短期风险犹存，长期平衡转松

目前来看，年前 TC 低位回升幅度较小，锌锭复产规模有限；北方板材需求能承接到年底，且镀锌板、合金等产品“抢出口”的节奏短期内还会持续。短期，供应偏紧、消费阶段性改善的格局或将延续至年底，锌平衡偏紧，社库或将维持低位震荡。在偏强的基本面下，多头资金扰动的风险仍在。

图 5、国内锌锭社会库存（万吨）



数据来源：SMM、永安期货研究中心

随着明年一季度后，Kipushi 矿山、Oz 矿山等海外新增矿山增量陆续兑现，国内长单谈判尘埃落定、TC 持续修复，锌供应矛盾将得到缓解。同时，较多镀锌、氧化锌企业由于利润微薄、现金流较为紧张，又逢年关封账、春节放假，下游较难长期维持目前的高开工率。中长期维度，我们认为锌平衡或转向宽松，锌价重心或出现下移。

#### 免责声明：

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们

均不承担任何责任。