

锌：乍寒还暖，最难将息

研究中心有色团队

摘要：我们在《锌：登高畏远，风诡云谲》年报中提出“中性预期下，全年或呈现前紧后松的供需格局，矿山增量传导至锭端是否顺畅或是影响 2025 年锌价节奏的关键”。**进入二季度，锌已进入矿松传导至锭松的关键时期，供应宽松的中长期逻辑保持不变，但我们预期的中短期扰动因素亦支撑着短期的锌价，低加工费对海外冶炼的干扰和较低的海内外库存使得锌价的向下节奏较预期相对不畅。**二季度中后期是以上扰动因素验证的重要节点，建议先后关注锌冶炼厂的实际投产情况和金三银四后消费的变化。整体而言，我们认为，**锌价中长期偏空趋势不变，但短期可能仍存在一定波动，可关注二季度逢高空配或内外正套的机会。**

正文：

一、长期供应宽松预期不变

回顾 2024 年，锌矿呈现产量触底反弹的格局，四季度海外多家矿企运营维稳，整体产量边际修复。当前，市场正在经历矿和冶炼扩张错配和修复逻辑的后半阶段。23 年低锌价导致矿山利润谷底，随之多家矿山选择于 24 年检修调整。而 23 年下半年至 24 年上半年国内冶炼产能扩张超预期，因此同期矿产增量难以对应，从而导致了冶炼内卷矿端加工费下行，大量冶炼厂亏损，行业自律减产。

因此，锌价上涨，矿山利润修复，矿山产量回升，带动矿端加工费修复，矿产增量重新跟上冶炼恢复速度。

展望 25 年，在较高的矿山利润驱动下，新项目将增加爬产速度，如非洲刚果（金）的 Kipushi 锌矿（24 年四季度实际产量超 3 万吨，25 年保持环比增长，三季度后集中释放）、俄罗斯的 Oz 矿（对应 25 年 1、2 月俄罗斯进口至国内矿量环比增加约 50%，同比增加约 134%）；老项目亦提升复产产能，如秘鲁的 Antamina 矿（24 年年产能相比 24 年提升了超 60%）、欧洲的 Tara 矿（24 年四季度因利润修复开始复产，25 年进一步提产）。国内部分锌矿在经历 24 年的检修后亦重新复工，且火烧云等大型锌矿亦开展了提产能工作。整体而言，在无自然灾害或政治冲突等不可抗力因素的干扰下，25 年锌矿中长期增产格局不变，供给仍将维持原有的宽松预期。

表 1 四季度全球主要锌矿公司产量状况（单位：万吨）

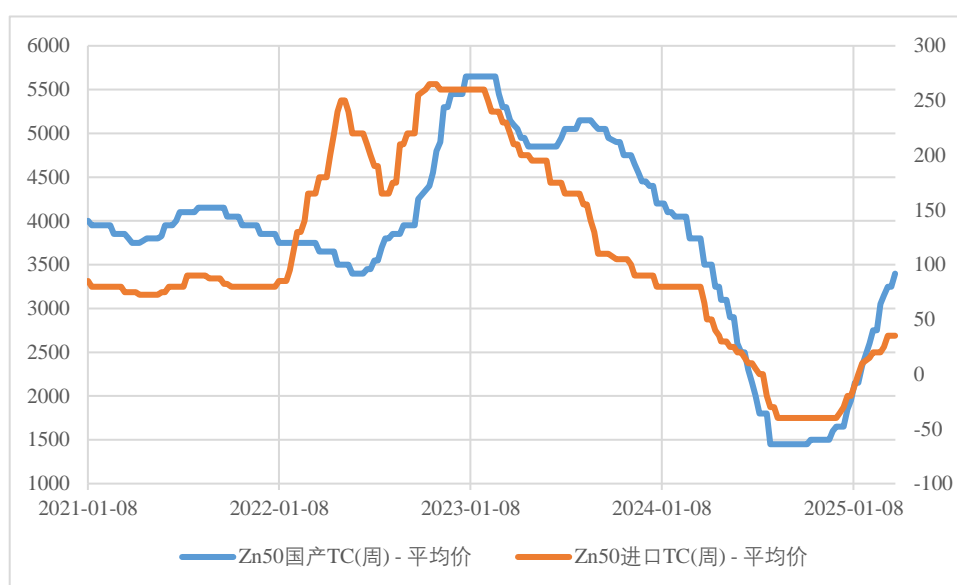
国家	项目名称	23Q4	23总计	24Q4	24总计	yoy	ytd
印度	Zinc India	27.1	108.1	26.5	108.3	-2.2%	1.0%
南非	Gamsberg	2.90	17.40	3.20	11.10	10.3%	-45.5%
黑山	BMM	1.20	6.30	1.10	4.60	-8.3%	-31.4%
秘鲁	Antamina	11.77	46.31	7.78	8.78	-33.9%	-45.5%
加拿大	Red Dog	15.53	53.98	12.84	55.56	-17.3%	11.1%
哈萨克斯坦	Kazzinc	5.45	17.39	6.93	22.71	27.2%	32.2%
澳大利亚	McArthur River	6.58	26.22	7.42	25.97	12.8%	-5.5%
澳大利亚	Mount Isa	8.11	28.72	7.77	28.87	-4.2%	2.4%
秘鲁	Cerro Lindo	2.46	7.82	1.50	8.65	-39.0%	33.4%
巴西	Vazante	3.49	14.57	3.41	13.99	-2.3%	-4.5%
爱尔兰	Tara	0.00	5.33	0.63	0.63		/
瑞典	Garpenberg	2.49	9.61	2.43	10.90	-2.4%	19.0%
澳大利亚	Dugald River	4.71	15.18	4.94	16.34	4.8%	8.9%
澳大利亚	Rosebery	1.66	5.17	1.44	5.63	-13.3%	19.4%
葡萄牙	Neves-Corvo	3.11	10.89	2.79	10.96	-10.3%	5.0%
瑞典	Zinkgruvan	1.96	7.63	2.41	8.22	23.0%	2.5%
墨西哥	Penasquito	2.27	10.44	7.70	25.72	239.2%	120.6%
总计			403	71	267		-2.1%

资料来源：公司财报、永安期货研究中心

在整体供应宽松预期不变的情况下，国产和进口锌矿加工费都于年后出现

了较高增速的修复,一季度国产 TC 抬升约 1500 元/吨,多数冶炼厂已恢复盈利,由于硫酸、小金属年后涨价,部分炼厂利润已超 1000 元/吨。进入 4 月,由于冬储库存接近消耗完全,且部分冶炼厂扩产落地,冶炼对矿端需求可能出现阶段性错配,理论上 TC 恢复速度会出现一定程度的减缓。若 TC 恢复速度超理论预期,则矿端宽松将较为顺畅地传导至锭端,届时供应宽松预期可能落地。

图 1 国产和进口矿端加工费变化（单位：元/吨）



资料来源：SMM、永安期货研究中心

二、短期支撑因素仍存

在市场长期供应宽松预期较为一致的情况下,前几周锌价较为坚挺,主要与海外冶炼端干扰风险犹存、现实面绝对库存不高、资金情绪整体偏暖有关,与我们在年报（锌：登高畏远，风诡云谲）中所展望的阶段性挺价因素较为一致。

首先,国内 TC 已处于修复过程中,但绝对价格在历史周期中并不算高,海外矿山以国内的加工费标准与海外炼厂谈判,对海外炼厂的利润产生了较强的施压,部分炼厂展开了减产计划。就目前的减产量而言,尚不能对全球锌锭平衡产生较大的影响,Benchmark 谈判已出结果,实际值为 80 美金,略低于市场预期

的 90 美金，能否推动更多冶炼厂减产需要继续关注。中长期来说，海外炼厂减产可能助推海外矿加速流入国内市场，进口矿 TC 后市仍存上升空间。

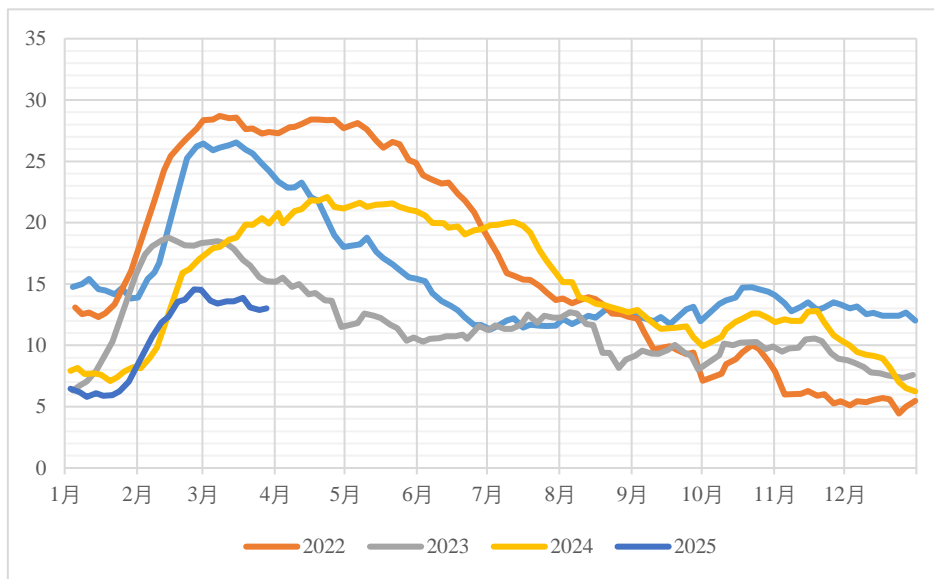
表 2 25 年至今主要冶炼厂产量状况（单位：万吨）

25年至今全球锌冶炼厂产量变化（万吨）				
国家	项目名称/公司名称	阶段	2025变化	备注
中国	赤峰中色	减产	10	检修减产
澳大利亚	Nystar	减产	7	4月托克宣布炼厂减产25%
韩国	YP	减产	5	旗下Seokpo冶炼厂在已削减20%额度情况下于2.26-5.05停产
中国	万洋	增产	15	近期点火，5月预计兑现
中国	云铜	增产	15	计划5月投产
中国	西部矿业	增产	10	年初增产
中国	中金岭南	增产	12	3月起阶梯式放量
变化量	/	/	▲ 30	国内冶炼修复，海外存在扰动

资料来源：公司财报、永安期货研究中心

其次，现实面内外库存相对有限。就消费而言，我们结合调研走访发现，国内消费，北方传统终端不见明显好转，SMM 数据显示，焊锡开工率基本和去年同期持平；南方铁塔、光伏订单 4 月较预期略强，出口仍是重要维持，整体消费较去年小幅回暖，但没有较大的消费弹性。3 月国内社会库存偏低的原因主要在于：（1）部分下游较早看空，因此原料库存同比偏低，短周期内对消费的负反馈不强；（2）部分冶炼厂存在惜售情绪，但若 5 月上旬后国内中大型冶炼厂投产落地兑现，则会增强冶炼厂的抛货情绪。因此，我们认为，4 月国内库存或仍以去库为主，下游逢低补库意愿较强，对锌价仍有一定的支撑，若 5 月后消费难见较强政策托底、且国内冶炼产能脱产落地，则国内库存可能出现转去库放缓或累库的拐点。海外库存偏低，目前主要有以下两种假设：（1）显性库存转隐性，贸易商移仓为潜在的现货紧张情绪作铺垫，该逻辑可于 4 月交割日前后进行初步证伪，若海外库存出现较大恢复，则可认为海外并非真实去库；（2）海外消费超预期，该逻辑下海外库存或将长期维持相对较低的水平，且若海外炼厂减产预期兑现，海外或更难出现较大规模的累库。

图 2 国内社会库存变化（单位：万吨）



资料来源：SMM、永安期货研究中心

最后，宏观叙事扰动。3月美国加征关税扰动不断，美铜溢价带来的以铜为首的有色情绪整体较强，对锌价产生阶段性支撑。但随着近期关税及铜贸易调查提前落地的消息刺激，市场担忧多头减仓较多，有色整体出现回调。关税落地后美国衰退预期增强，有色可能集体承压，需持续关注市场情绪的整体变化。

三、关注长期偏空机会

目前锌处于矿松传导至锭松的关键时期，中长期，供应宽松的主逻辑不变，且随着海外锌矿产量和国内锌矿进口量的增加国内该预期不断强化。近期，国内外库存相对较低，且在 Benchmark 谈判落地前，市场对海外冶炼扰动仍存疑虑，因此锌价下行节奏较不顺畅。往后看，二季度是锌价能否继续维持的关键时间点。从绝对价格上说，建议先后关注锌冶炼厂的实际投产情况和金三银四后消费的变化，若冶炼厂投产速度如期投产及五六月份的消费不见较大增长，则锌价的支撑较难维持。从结构上说，供应层面国内加工费施压海外炼厂利润，消费层面二季

度镀锌出口订单延续强势的情况下，国内基本面可能弱于海外。整体而言，我们认为，锌价中长期偏空趋势不变，但短期可能仍存在一定波动，可关注二季度逢高空配或内外正套的机会。

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，但我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。我们提供的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，您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，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，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，我司均不承担任何责任。