

热点报告—锌/铅

海外铅锌矿企业季度运营分析：

锌矿放量预期不变，铅矿紧缺隐忧已现

走势评级：

锌：看跌；铅：震荡

报告日期：

2025 年 6 月 2 日

★1Q25 锌精矿增产相对顺利，铅精矿表现不及预期

海外样本矿企 1Q25 锌精矿产量为 131.2 万金属吨，同比增加 7.9 万金属吨(YoY+6.4%)；铅精矿产量为 30 万金属吨，同比下降 1.4 万金属吨(YoY-4.4%)。产量增加的主要原因在于：①大型项目如期复增产；②新项目顺利爬产；③品位和回收率上升；④去年同期基数较低；⑤不可抗力因素减少。产量下降的主要原因包括：①矿石品位下降；②外部不可抗力；③运营效率下降。1Q25 海外炼厂已开始进行主动减产，铅锌锭产量均环比录减。

★产量指引基本不变，维持二季度放量预期

1Q25 仅 South32 下调了产量指引，其余企业维持不变，样本企业合计产量指引同比 24 年增长 4.7%（占海外矿产量的 31.5%）。

锌精矿 TC：TC 或仍有小幅上行空间，然下半年国内炼厂签订长协环比上半年有所减少，叠加锌价看跌预期和海外矿山存在产量不及预期的可能，下半年 TC 上行受阻，甚至可能小幅下跌。

铅精矿 TC：1Q25 海外铅精矿产量不及预期，且部分扰动仍需持续观察，预计 2Q25 产量环比增加，但幅度较为有限。国内而言，铅精矿进口量或相对有限，中期铅精矿 TC 存在一定下跌预期。

★投资建议

步入 6 月，铅锌价格或将由需求主导。对锌而言，虽然供应也有较强释放预期，但持货商惜售、厂库直发、合金化等因素或导致供应释放难以显性地兑现于社库中，低库存、紧现货的解决时点仍锚定于需求。对铅而言，目前铅产业链库存集中于中下游，且正在向上游传导，而 6 月电池厂开工提振有限，铅价仍处于偏空格局；对于再生成本支撑，我们认为只有炼厂减产才能体现其对铅价的支撑，否则再生成本支撑是一个伪命题。

策略方面，对锌而言，单边角度，6 月锌供需过剩预期较强，推荐中线逢高布局空单，Sell Call 仍可逢高介入；套利方面，月差盈亏比有限，暂时观望；内外方面，中线维持内外正套思路。对铅而言，单边角度，推荐关注需求探至低点后的中线低多机会，低多价格需有一定安全边际；套利角度，暂时观望为主。

★风险提示

海外矿端扰动，冶炼厂超预期减产，进口超预期。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

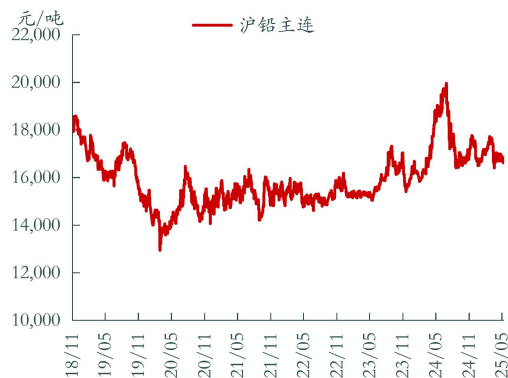
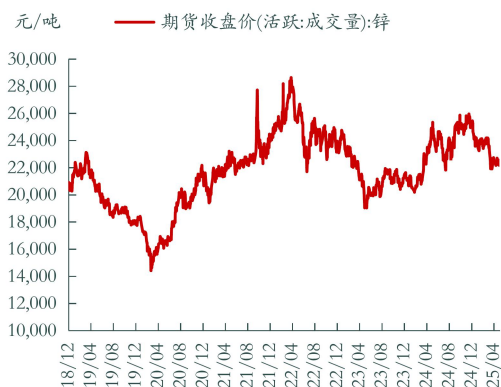
魏林峻 高级分析师（有色金属）

从业资格号：F03111542

投资咨询号：Z0021721

Email: linjun.wei@orientfutures.com

上期所锌主力合约走势



海外铅锌矿企业季度运营分析系列报告：

《产量指引大增，铅锌矿松可期》	2025/03/12
《矿紧边际修复，增产预期递延》	2024/11/19
《矿紧边际加剧，修复预期有限》	2024/08/27
《矿紧预期落地，减产空间无多》	2024/05/23

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、事件概述

近日，海外头部矿企已基本公布 1Q25 生产运行情况，部分矿企调整 2025 年产量指引，同时，ILZSG 和秘鲁能矿部也更新产量数据至 2025 年 3 月。本文统计并梳理了海外 30 家头部矿企的铅锌精矿产量和产量指引，并通过对比不同口径，展望未来海外矿端变化。

（注：本季度新增四家矿企样本，锌精矿样本产量占总海外锌矿产量比例由 60% 上升至约 65%，铅精矿样本占比由 40% 上升至 49%）。

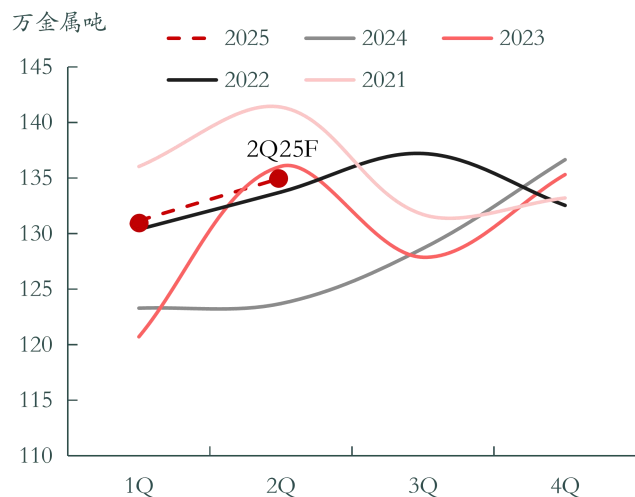
2、锌精矿增产相对顺利，铅精矿表现不及预期

1Q25 海外铅锌矿扰动频率和程度均处于过去 5 年低位，大型项目如期释放产量，海外矿端进入预定修复进程，锌矿产量基本符合我们此前预期，铅精矿产量小幅低于预期。

根据样本统计，锌精矿方面，1Q25 海外样本锌精矿产量为 131.2 万金属吨，同比 1Q24 增加 7.9 万金属吨（YoY+6.4%），环比 4Q24 下降 5.5 万金属吨（QoQ-4%）。1Q25 锌精矿产量明显同比增长，主要是由于海外大型项目如期复增产、新项目顺利爬产、品位和回收率上升、去年同期基数较低因素，以及不可抗力因素明显减少。产量环比小幅下降则是由于海外天气扰动、部分矿企年底冲量、项目品位下降等因素，我们认为季节性下降是可以接受的，即锌矿趋松预期正沿预期路径逐步兑现。

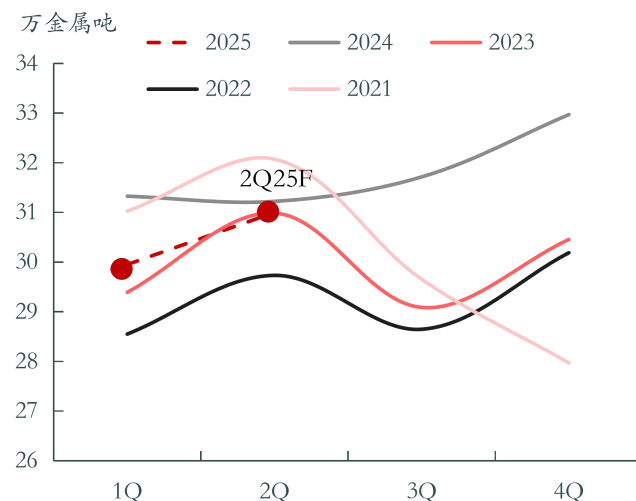
铅精矿方面，1Q25 海外样本铅精矿产量为 30 万金属吨，同比 1Q24 下降 1.4 万金属吨（YoY-4.4%），环比 4Q24 下降 3 万金属吨（QoQ-9.2%）。1Q25 铅精矿产量小幅不及预期。主要原因是铅矿品位下降，其中部分铅/锌作为副产品的金/银矿中，金银品位上升而铅锌品位有所下降，另外海外天气仍有扰动和个别中型矿山遇到开采工程难题，从而影响产量表现，侧面说明了铅精矿产量的干扰因素正在增多。

图表 1：海外头部矿企锌精矿产量（约 65%）



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 2：海外头部矿企铅精矿产量（约 50%）



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

根据 ILZSG，1Q25 全球锌精矿产量为 290.2 万吨，环比 4Q24 减少 31.4 万金属吨（QoQ-9.8%），同比 1Q24 增加 8.4 万金属吨（YoY+3%）。全球第一大锌精矿出口国秘鲁的产量来看，根据秘鲁能矿部，1Q25 秘鲁锌精矿产量为 32.1 万金属吨，环比 4Q24 增加 0.2 万金属吨，同比 1Q24 增加 0.5 万金属吨（YoY+1.7%）。

1Q25 全球铅精矿产量为 102.8 万吨，环比 4Q24 下降 15.6 万金属吨（QoQ-13.2%），同比 1Q24 微增 0.5 万金属吨（YoY+0.5%）。1Q25 秘鲁铅精矿产量为 7 万金属吨，环比 4Q24 下降 0.4 万金属吨，同比 1Q24 增加 0.3 万金属吨（YoY+5.2%）。

图表 3：1Q25 不同口径锌精矿产量对比

万金属吨	全球(万吨)	样本矿企	中国	秘鲁
1Q25	290.2	131.2	77.6	32.1
1Q24	281.8	123.3	81.4	31.5
同比变化	8.4	7.9	-3.8	0.5
同比增速	3.0%	6.4%	-4.7%	1.7%
4Q24	321.6	136.7	86.2	31.9
环比变化	-31.4	-5.5	-8.7	0.2
环比增速	-9.8%	-4.0%	-10.0%	0.5%

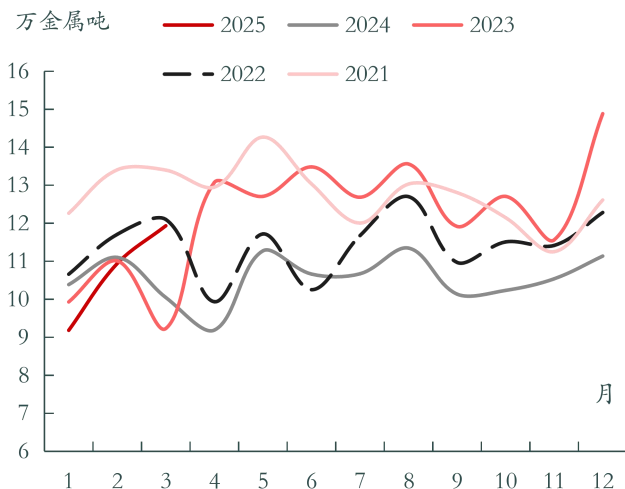
资料来源：ILZSG，SMM，Wind，公司公告，东证衍生品研究院

图表 4：1Q25 不同口径铅精矿产量对比

万金属吨	全球(万吨)	样本矿企	中国	秘鲁
1Q25	102.8	30.0	34.2	7.0
1Q24	102.3	31.3	30.3	6.7
同比变化	0.5	-1.4	3.9	0.3
同比增速	0.5%	-4.4%	12.8%	5.2%
4Q24	118.4	33.0	38.9	7.4
环比变化	-15.6	-3.0	-4.7	-0.4
环比增速	-13.2%	-9.2%	-12.1%	-5.8%

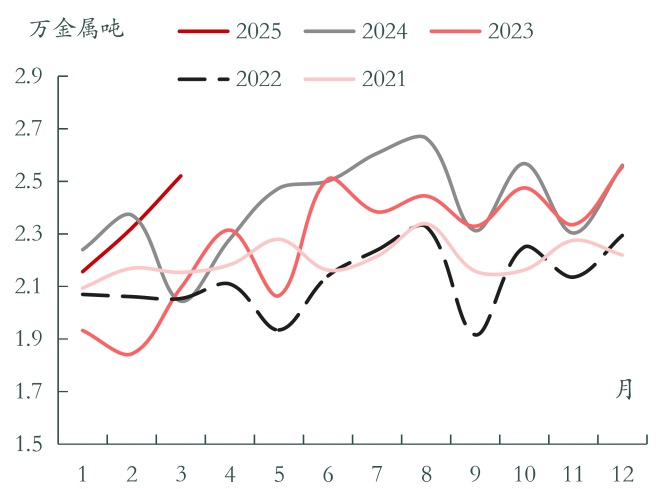
资料来源：ILZSG，SMM，Wind，公司公告，东证衍生品研究院

图表 5：秘鲁锌精矿产量



资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

图表 6：秘鲁铅精矿产量



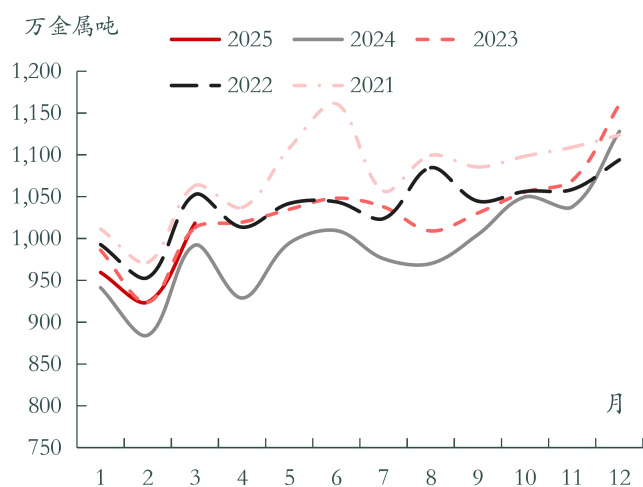
资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

将不同机构统计的口径产量与样本产量比较：

锌：同比而言，锌精矿 1Q25 产量的增量主要来自海外矿企，且更多来自样本中的中大型企业，中国地区则出现小幅减量，主要是由于今年年初季节性检修较多，同时北方地区存在贫矿和矿石碳化硬化等问题。环比而言，1Q25 全球锌精矿产量和样本矿企产量小幅下降，主要是季节性和部分矿企年底冲量所致，秘鲁地区变化不大。

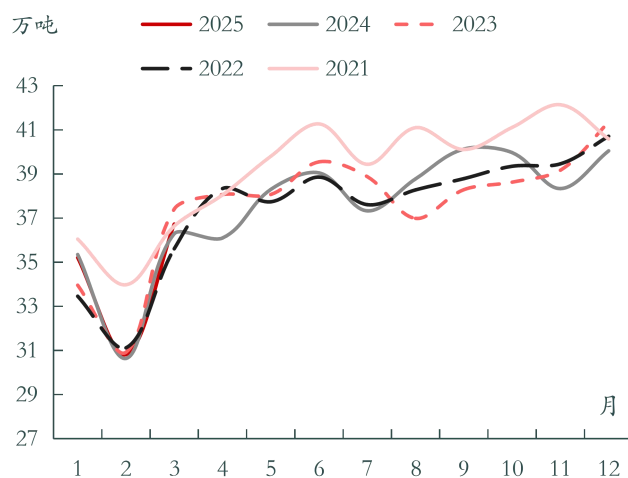
铅：同比而言，全球铅精矿 1Q25 产量基本持平，分项来看，海外头部样本矿企产量出现明显下降，而中国地区提供少量增量，秘鲁地区变化不大。环比而言，各口径铅精矿产量均有下降，是正常的季节性表现。

图表 7：全球锌精矿产量



资料来源：ILZSG，东证衍生品研究院

图表 8：全球铅精矿产量



资料来源：ILZSG，东证衍生品研究院

3、1Q25 细分矿企产量变化及因素梳理

回归统计样本，锌精矿方面，1Q25 提供同比产量增量排名前五的公司分别为 Ivanhoe、Vedanta、Boliden、Group Mexico 和 Sibanye-Stillwater，产量同比减少排名前五的公司分别为 Teck、NEXA、Peñoles、MMG 和 South32。

铅精矿方面，Volcan、Glencore、Vedanta、Pan American Silver 和 Silvercrop 等公司提供了主要的同比产量增量，而 South32、Newmont、Aurelia Metals、NEXA 和 MMG 等公司则提供了主要同比产量减量。

图表 9：海外头部矿企 1Q25 锌精矿产量变化情况

单位：万金属吨	1Q24	4Q24	1Q25	环比变化	环比增速	同比变化	同比增速
Ivanhoe	0.0	32.3	42.7	10.4	32.2%	42.7	/
Vedanta	332.0	311.0	360.0	49.0	15.8%	28.0	8.4%
BOLIDEN	39.7	41.7	57.9	16.2	39.0%	18.2	45.8%
Group Mexico	26.4	43.1	39.4	-3.8	-8.7%	13.0	49.3%
Sibanye-Stillwater	20.0	16.0	30.0	14.0	87.5%	10.0	50.0%
Glencore	205.6	264.1	213.6	-50.5	-19.1%	8.0	3.9%
BHP	18.4	22.8	26.0	3.2	14.2%	7.6	41.4%
Volcan	50.3	64.0	57.3	-6.7	-10.5%	7.0	13.9%
Adriatic Metals	0.0	4.8	5.3	0.5	10.4%	5.3	/
Pan American Silver	9.8	14.1	14.0	-0.1	-0.7%	4.2	42.9%
Lundin Mining	45.7	51.9	48.9	-3.0	-5.8%	3.3	7.1%
Sandfire Resource	18.5	23.3	21.5	-1.7	-7.4%	3.0	16.2%
Newmont	58.0	77.0	59.0	-18.0	-23.4%	1.0	1.7%
Hecla	16.2	17.3	16.9	-0.4	-2.1%	0.7	4.5%
Sierra Metals	4.6	5.6	4.9	-0.7	-12.0%	0.3	6.9%
Silvercorp	2.1	3.0	2.0	-1.0	-34.0%	-0.1	-3.4%
Central Asia Metals	4.7	4.8	4.6	-0.2	-3.9%	-0.1	-2.9%
Fortuna Silver Mines	4.3	4.3	4.0	-0.3	-7.0%	-0.3	-7.3%
Eldorado Gold	3.1	3.0	1.9	-1.1	-35.9%	-1.2	-37.6%
Kaz Mineral	10.5	11.5	9.3	-2.2	-19.1%	-1.2	-11.4%
Gatos silver	7.2	8.3	5.7	-2.6	-31.7%	-1.5	-20.9%
Gold Resource	2.3	1.7	0.7	-1.0	-59.7%	-1.6	-69.7%
HudBay	8.8	8.4	6.3	-2.1	-25.3%	-2.5	-28.8%
Aurelia Metals	9.4	7.8	6.7	-1.0	-13.2%	-2.7	-28.7%
Buenaventura	8.8	6.2	5.8	-0.4	-5.9%	-3.0	-34.2%
South 32	14.3	10.8	11.0	0.2	1.9%	-3.3	-23.1%
MMG	59.2	63.9	51.8	-12.2	-19.0%	-7.5	-12.6%
Peñoles	67.0	61.2	57.698	-3.5	-5.7%	-9.3	-13.9%
NEXA	87.2	73.5	67.3	-6.2	-8.4%	-19.9	-22.8%
Teck	159.9	146.4	137.3	-9.0	-6.2%	-22.5	-14.1%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

1Q25 铅锌矿产量同比改善，主要原因在于大型项目如期复产或增产、新项目顺利爬产、品位和回收率上升、去年同期基数较低，以及意外事故等不可抗力因素的明显减少。

1. 大型项目如期复产或增产：

- ①Antamina 锌品位和回收率如期上升，贡献了本季度主要同比增量。
- ②Tara 矿的复产相当顺利，一季度已经恢复至 2.16 万吨，距离停产前的平均水平还有约 3000~4000 金属吨的提产空间。

2. 新项目顺利爬产：

- ①Ivanhoe 旗下 Kipushi 项目于 1Q25 已经增产至稳定运行状态，但爬产过程中也受到电力不稳定的影响，实际 1Q25 锌精矿产量 4.3 万吨，考虑到后续提产空间，维持全年同比增产 15 万金属吨的预期不变。
- ②Group Mexico 一季度锌精矿产量同比上升 49%，主要是高品位锌厂 Buenavista 的持续运行。

3. 品位和回收率上升：

- ①Vedanta 旗下项目铅矿和锌矿品位提升、工厂回收率提高，Zinc India 金属开采量和冶炼产量均保持高位，铅精矿产量则创下同期新高；Gamsberg 锌品位和回收率同样有所上升，一季度锌精矿产量同比增长 1.9 万金属吨；BMM 锌精矿开采量表现稳定。
- ②The Boliden Area 的研磨量同环比均出现上升，但部分被品位下降所抵消。
- ③Volcan 旗下项目 Alpamarca 和 Cerro de Pasco 产量受矿石品位上升的提振。
- ④Sierra Metals 的 Yauricocha 项目铅品位环比上升。
- ⑤受矿石品位和回收率上升影响，Lundin Mining 旗下 Neves-Corvo 和 Zinkgruvan 铅锌产量同比均出现明显提升，两个项目已在今年 4 月 16 日被 Boliden 收购。
- ⑥Pan American 旗下 Huaron 和 La Colorada 矿石品位阶段性上升。

4. 去年同期基数较低：

- ①嘉能可澳洲锌的产量同比小幅增加，主要是去年同期 Mount Isa 和 McArthur River 都受到了飓风影响，但值得一提的是，嘉能可澳洲铅的产量同比仅基本持平。
- ②Century 锌矿去年同期受到雨水影响，1Q25 锌精矿产量同比上升 51%，预计余下时间将维持强劲表现。
- ③Volcan 旗下项目 Yauli unit 和 Chungar 去年受到许可证因素影响阶段性停产，今年恢复正常运行。

图表 10：海外头部矿企 1Q25 铅精矿产量变化情况

单位：千金属吨	1Q24	4Q24	1Q25	环比变化	环比增速	同比变化	同比增速
Volcan	11.2	15.9	16.1	0.2	1.3%	4.9	43.8%
Glencore	35.2	34.9	39.1	4.2	12.0%	3.9	11.1%
Vedanta	53.0	55.0	56.0	1.0	1.8%	3.0	5.7%
Pan American Silver	4.6	6.1	6.7	0.6	9.8%	2.1	45.7%
Silvercorp	5.7	7.8	7.4	-0.4	-4.8%	1.7	29.8%
Lundin Mining	8.4	11.0	9.6	-1.5	-13.2%	1.2	14.7%
Fortuna Silver Mines	5.5	6.3	6.2	0.0	-0.7%	0.7	13.0%
BOLIDEN	11.9	10.9	12.1	1.2	11.1%	0.3	2.1%
BHP	0.0	0.1	0.2	0.1	58.1%	0.2	/
Central Asia Metals	6.5	6.9	6.6	-0.3	-4.0%	0.1	1.2%
Sierra Metals	1.4	1.1	1.3	0.2	17.1%	-0.1	-8.6%
Sandfire Resource	1.4	2.3	1.2	-1.1	-48.4%	-0.2	-13.9%
Teck	25.4	25.3	25.0	-0.3	-1.2%	-0.4	-1.6%
Gold Resource	0.8	0.7	0.3	-0.4	-59.9%	-0.5	-66.5%
Eldorado Gold	2.9	3.2	2.0	-1.2	-37.3%	-0.9	-31.1%
Gatos silver	4.6	5.9	3.4	-2.5	-42.0%	-1.2	-25.9%
Buenaventura	4.9	3.9	3.6	-0.3	-7.0%	-1.3	-26.5%
Peñoles	21.4	21.3	19.5	-1.8	-8.4%	-1.9	-9.1%
MMG	11.4	11.3	8.7	-2.6	-22.9%	-2.7	-23.4%
NEXA	18.2	17.3	12.7	-4.7	-27.0%	-5.6	-30.5%
Aurelia Metals	13.9	8.8	8.1	-0.8	-8.7%	-5.8	-41.9%
Newmont	28.0	29.0	22.0	-7.0	-24.1%	-6.0	-21.4%
South 32	24.8	30.3	17.7	-12.6	-41.6%	-7.1	-28.6%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

1Q25 部分项目产量同比下降的主要原因在于矿石品位下降、外部不可抗力因素和项目运营效率下降。综合来看，预期内的是部分老牌矿山品位下降的影响逐渐显现，以及部分项目因地质复杂性表现不佳；预期外的是，虽然早前市场上扰动事件信息较少，但实际上天气恶化、罢工等因素都仍在一定程度上影响出矿兑现。

1. 矿石品位下降：

- ①Red Dog 一季度产锌精矿量同比下降 20%，主要是品位下降，减量符合此前预期。
- ②NEXA 旗下几乎所有铅锌精矿的品位同环比均出现下降，影响产出。
- ③Boliden 旗下 Garpenberg 锌品位同环比下降，同时项目产量仍将受到许可证的限制，公司已经提交将产量提高到 450 万吨的申请。
- ④South32 旗下 Cannington 铅精矿产量环比明显下降（1.26 万金属吨），主要是地质条件复杂性影响开采进程，同时推迟了其进入高品位采矿场的时间，该矿贡献了本季度铅精矿产量的主要同比减量。
- ⑤MMG 旗下 Rosebery 因开采顺序，矿石品位下降。
- ⑥Buenaventura 旗下 Uchucchacua 和 Yumpag 的铅锌品位低于预期，主要是由于采矿顺序变化和软土地基的影响。
- ⑦Sierra Metals 的 Yauricocha 项目锌品位环比下降；
- ⑧Hudbay 旗下秘鲁矿山锌精矿品位下降。

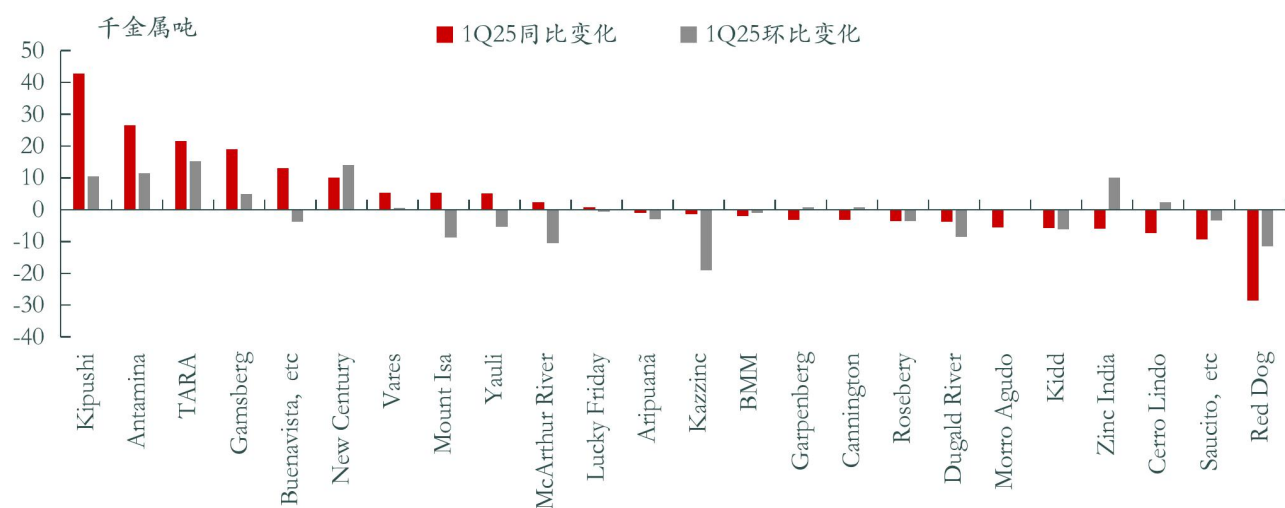
2. 外部不可抗力：

- ①Glencore 北美锌的产量同比下降 55%，主要是由于停电和矿井维修时间延长；
- ②NEXA 旗下位于 Pasco 地区的项目受到强降雨的影响，叠加矿石品位下降，导致 NEXA 一季度锌精矿（YoY-23%）和铅精矿（YoY-31%）产量同比均出现明显下降。
- ③MMG 旗下两个项目：Dugald River 在 1 月受森林大火影响，2 月和 3 月受洪水影响，一季度锌精矿和铅精矿产量同环比均不及预期；Rosebery 同样受到森林大火和 3 月定期检修的影响；
- ④Gold Resource 的采矿机老化，令其一季度生产受到严重影响。

3. 运营效率下降：

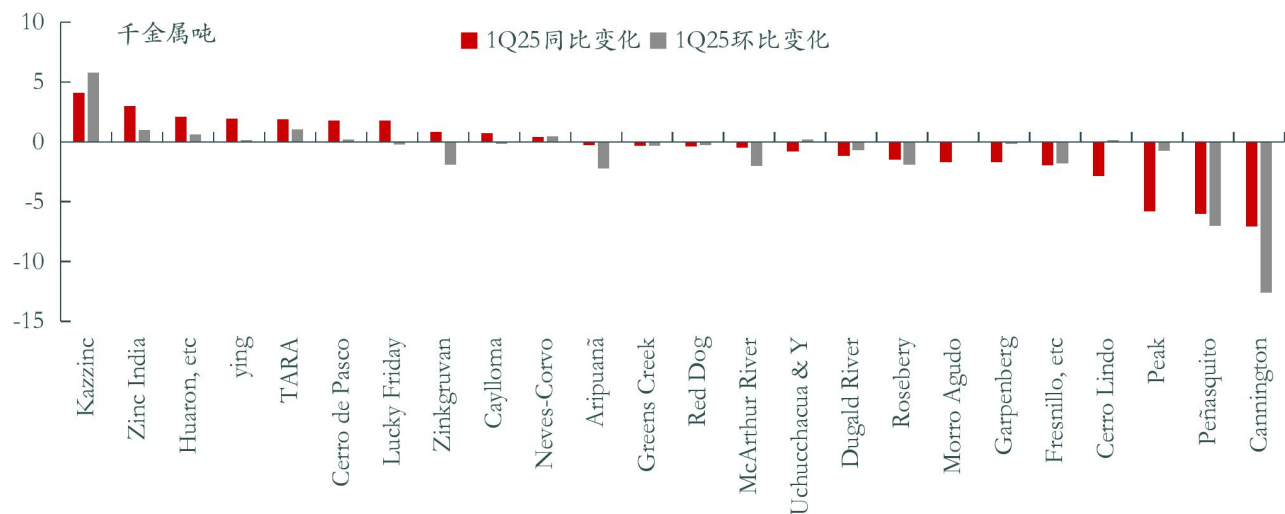
- ①新项目 Vares 银矿 1Q25 矿石研磨量环比增加 40%，但采矿总量环比下降 8%，锌精矿产量 5300 金属吨（QoQ+10.4%），占上半年产量指引的 48.2%，整体表现不及预期，主要是由于恶劣天气和尾矿管理带来的影响；
- ②Penoles 旗下 Tizapa 于 24 年 8 月起无限期罢工，而 San Julián mine (DOB) 尾矿则逐渐出清，采矿活动已于 24 年 11 月结束；
- ③Buenaventura 旗下 Tambomayo 矿石处理量减少，另一项目 EI Brocal 的露天矿库存已经处理完毕，再无新增产量。

图表 11：1Q25 重点锌精矿项目生产情况



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 12：4Q24 产量变化较大的铅精矿项目生产情况



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

海外样本炼厂 1Q25 铅锌锭产量均环比录减，细分样本增减互现，产量环比减少的主要原因是海外炼厂进行主动减产。样本企业中 NEXA 和 Teck 均披露旗下炼厂均由于冶炼利润原因而主动减产，而此前 Korean Zinc 和的 Nyrstar 已披露减产，匡算今年海外炼厂量级或将超过 20 万吨。分企业来看：

- ①Glencore：一季度精炼锌产量同比增长约 8%，一方面受到 Nordenham 锌厂在 1Q24 重启造成的基数较低的影响，此前 4Q24 时 Portovesme 锌生产线暂停运营。
- ①Boliden：由于破碎机问题，Bergsöe 的铅锭产量同环比小幅下降；1 月底 Kokkola 发生为期一周的罢工，1Q 炼厂锌锭产量同比下降 7.9%；Odda 项目扩建提速，锌锭产量如期上升，并有望在 2H25 进行全面投产。
- ②Teck：Trail Operations 一季度精炼锌产量同比减少 5200 吨，主要是由于冶炼利润原因主动减产所致；一季度精炼铅产量同比增加 6500 吨，主要是由于 KIVCET 锅炉在 2024 年更换后吞吐量和运行时间增长。
- ③NEXA：旗下冶炼厂一季度共生产 13.3 万吨锌锭，同比下降 4%，环比下降 12%，减量主要来自巴西冶炼厂的产量下降，公司称是为了“适应更加动荡的市场环境和整体较低的 TC”，符合 2025 年产量指引预期。
- ④Peñoles：Peñoles 一季度锌锭产量同环比均减少近 30%，主要是由于锌炼厂定期停产检修；铅锭产量环比减少 4.8%，同比增加 22.4%，主要是由于品位上升和投料增多。

4、锌矿成本重心明显下移，矿企利润仍旧充裕

根据 Wood Mackenzie 的矿山现金成本曲线，今年锌矿 90%现金成本分位线在 1993 美元/吨，而 2024 年为 2178 美元/吨，同比下降 185 美元/吨（YoY-9.3%），伦锌年初以来已经下了一个台阶，但 4 月以来的震荡中枢依然维持在 2680 美元/吨左右，矿端整体利润依然充裕。分企业来看：

- **Kipushi**：去年年底时 Kipushi 的完全现金成本处于全球矿企最高，但该矿 1Q25 的 C1 现金成本已从 1.13 美元/磅下降至 0.93 美元/磅，环比下降 17.7%，对应 2050 美元/吨，主要是由于采矿成本和加工费的下降，公司 2025 年的 C1 现金成本指导目标（0.90 美元/磅至 1.00 美元/磅）将保持不变，我们认为 Kipushi 由于利润原因而发生扰动的概率已经明显下降。
- **NEXA**：采矿现金成本小幅增长，虽然受到 TC 降低和外汇变化的有利影响，但 NEXA 旗下矿山采矿量略有减少，维护成本和人工成本有所增加。1Q25 冶炼现金成本为 1.17 美元/磅，而 1Q24 为 0.98 美元/磅，主要是由于原材料成本上升、技术成本下降和运营成本上升，而副产品贡献增加和有利的外汇变化部分抵消了这些因素。
- **Red Dog**：1Q25 完全现金单位成本为每磅 0.61 美元，同比下降 0.07 美元/磅，主要是由于冶炼厂 TC 同比下降，部分被低产量的影响所抵消。
- **Sibanye-Stillwater**：Century 锌矿 AISC 同比明显下降 32%，主要是由于锌价中枢上移和史低的 TC。
- **MMG**：今年矿端成本将同比有所下降，企业认为更低的加工费、贵金属价格上涨和澳元贬值等因素将有利于今年的 C1 成本。

5、产量指引基本不变，维持二季度放量预期

样本统计了 13 家头部矿企的 2025 年产量指引，一季度仅 South32 略微下调了年产量指引，其余企业维持产量指引不变。25 年合计产量在 283.9~310 万金属吨（占海外矿产量的 31.5%左右），同比 24 年平均增长 4.7%。

图表 13：海外头部矿企 1Q25 更新的锌精矿产量指引

单位：千金属吨	2024	2025指引	平均同比增速F
Nexa	327	311~351	1.2%
Cerro Lindo	86	80~88	-2.3%
El Porvenir	51	56~62	15.7%
Atacocha	10	10~12	10.0%
Vazante	141	132~145	-1.8%
Morro Agudo	7(仅1~4月)	/	/
Aripuanã	32	35~45	25.0%
Teck	615.9	525~575	-10.7%
Antamina	60.3	95~105	65.8%
Red Dog	555.6	430~470	-19.0%
MMG	219.9	215~240	3.5%
Dugald River	163.6	170~185	8.5%
Rosebery	56.3	45~55	-11.2%
Buenaventura	28.5	24~27.3	-9.8%
El Brocal	2.0	/	/
Uchucchacua	21.2	23~26	15.5%
Tambomayo	5.3	1~1.3	-78.1%
Gelncore	905	930~990	6.1%
South32	54.6	50→40.5(FY)	-8.4%
Newmont Goldcorp	258	236	-8.5%
Hudbay	33.3	21~27	-28.0%
Ivanhoe	50.3	180~240	317.4%
Adriatic Metals PLC	7.1	28~32	322.5%
Sibanye-Stillwater	100	88.3~97.8	-7.0%
Pan American Silver	45.2	42~45	-3.8%
Ludín Mining*	191.7	198.5	3.6%
Neves-Corvo*	109.6	128.9	17.7%
Zinkgruvan*	82.1	69.6	-15.3%
总计	2836.5	2839~3100	4.7%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

分企业来看，作为增量主力的 Kipushi 由于现金成本下降，以及产量释放较为顺利，维持今年同比增产 15 万金属吨的预期不变，但也需关注当地地缘扰动和地震等因素带来的潜在影响。OZ 矿虽然不在我们样本当中，但目前复产较为顺利，预计年中将看到该项目产量的逐步释放。部分新增产能如 Vares 二季度产量将继续上升、Group Mecixo 旗下 Buenavista、以及被 Boliden 收购的 Nwves-Corvo 和 Zinkgruvan 有望继续增产。受外部扰动产量不及预期的项目有望恢复产能，如 MMG 旗下的 Dugald River 和 Rosebery。

然而，部分减量也有持续可能，例如 Red Dog 矿石品位的不可逆下降，NEXA 旗下所有铅锌精矿品位发生下降，South32 旗下 Canningto 地质复杂性影响其进入高品位矿场的时间，Boliden 预计二季度 Garpenberg 锌品位将继续低于全年平均水平。

对于预期扰动，我们预计复产产能 Tara 二季度将进入正常生产，若今年剩余三个季度均正常生产，则年增产量或在 9 万金属吨左右；然 Tara 目前处于锌矿成本曲线的最右侧，若锌价下跌，或对该矿运行造成一定影响。此外，近期关于 Antamina 的传言较多，建议等待公司官方公告证实。

5、TC 观点和投资建议

总体来看，1Q25 海外铅锌矿产量出现一定分化，锌精矿总体复产较为顺利，铅精矿则仍有不少扰动，据此我们对后续铅锌精矿 TC 的预期有所差异。

锌精矿 TC：对于海外锌矿产量，我们维持 2Q25 出现明显放量的观点，TC 或仍有小幅上行空间。由于国产矿下半年有季节性增量预期，现阶段来看，国内炼厂签订长协环比上半年有所减少，叠加锌价看跌预期，以及海外矿山存在产量不及预期的可能，下半年 TC 上行或不会那么顺利，甚至极端情况下可能出现小幅下跌。

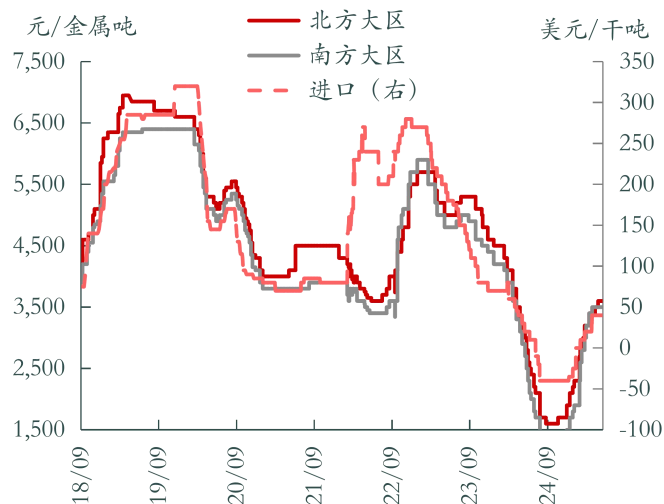
铅精矿 TC：对于海外铅矿产量，1Q25 产量不及预期，且部分扰动仍需持续观察解决进程，预计 2Q25 海外铅精矿产量环比增加，但幅度较为有限。对于国内铅精矿供应而言，铅精矿进口量或相对有限，中期铅精矿 TC 存在一定下跌预期。

步入 6 月，我们认为铅锌价格将由需求主导。对锌而言，6 月中下旬镀锌和压铸订单有走弱预期，虽然供应也有较强释放预期，但持货商惜售、厂库直发、合金化等因素或令供应释放难以显性呈现在社库中，即低库存、紧现货的解决时点仍锚定于需求。对铅而言，目前铅产业链库存集中于中下游，且正在逐步向上游传导，而 6 月下游电池厂开工提振有限，铅价仍处于偏空格局；对于再生成本支撑，我们认为只有炼厂减产才能体现其对铅价的支撑，否则再生成本支撑是一个伪命题。

策略方面，对锌而言，单边角度，6 月锌供需过剩预期较强，中线逢高布局空单，上方 Sell Call 仍可逢高介入；套利方面，月差盈亏比有限，暂时观望；内外方面，中线维持内外正套思路。对铅而言，单边角度，沽空交易或将受炼厂减产影响，盈亏比有限，更推荐关注需求探至低点后的中线低多机会，但低多价格需有一定安全边际；套利角度，

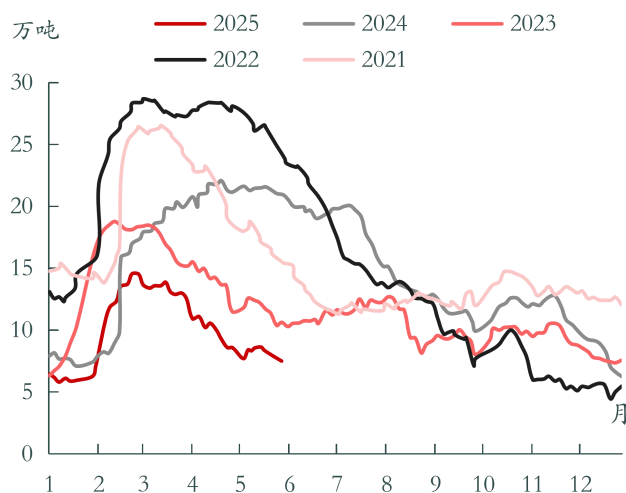
暂时观望为主。

图表 14：国产和进口锌精矿平均加工费



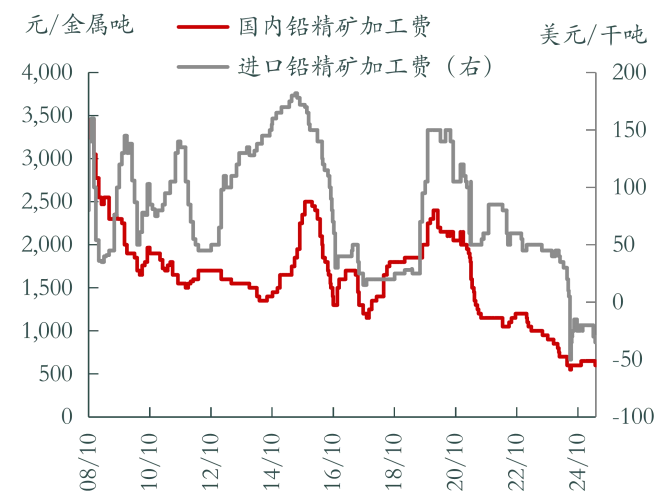
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 15：七地锌锭季节性社库



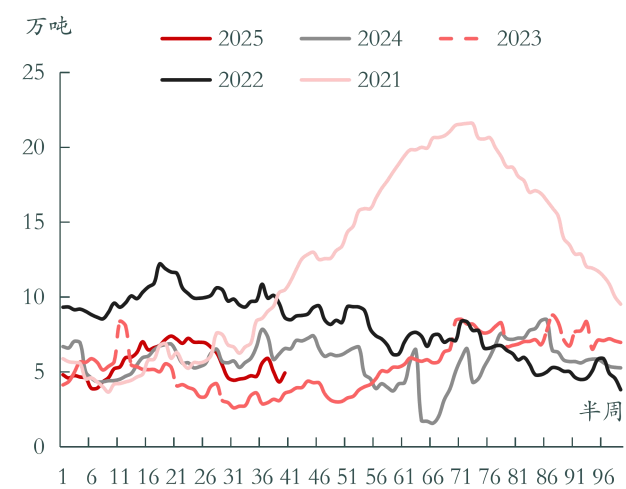
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 16：国产和进口铅精矿平均加工费



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 17：五地铅锭季节性社库



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

6、风险提示

海外矿端扰动，冶炼厂超预期减产，进口超预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com