

## 专题报告—锌/铅

## 海外铅锌矿企业季度运营分析：

## 产量指引大增，铅锌矿松可期

走势评级：锌：震荡；铅：震荡

报告日期：2025 年 3 月 12 日

## ★4Q24 铅锌精矿产量环比继续修复

海外样本矿企 4Q24 锌精矿产量为 131 万金属吨，环比增加 7.4 万金属吨(QoQ+6%)；铅精矿产量为 30.6 万金属吨，环比增加 0.8 万金属吨(QoQ+2.6%)。产量增加的关键原因在于：1)新旧项目复爬产；次要原因包括：2)矿石品位和运营效率提升；3)24 年低基数效应。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。

对比不同机构的统计口径：24 年锌精矿产量同比明显下降，主要减量来自海外地区，而 4Q24 的增产可能有部分来自样本外的中小矿山；24 年铅精矿产量同比基本持平，样本、中国和秘鲁地区产量均出现小幅上升，推测是部分样本外中小产能出现扰动。

## ★25 年产量指引明确矿端修复预期

后续出矿预期：海外矿企产量指引明显上升(YoY+5.1%)，全年铅锌矿产量有望释放；1Q25 部分地区仍受到天气影响，同时 4Q24 存在年底冲量情况，预计 1Q25 海外锌矿产量或较 4Q24 微增。

锌矿 TC：预计后续锌矿 TC 回升的斜率和速度将放缓甚至出现震荡。理由如下：①锌精矿进口窗口再次关闭；②港口矿库存现拐点，实际流通货源较少；③国内炼厂二季度进口长单签订较少；④国内锌矿实际增量有限。⑤近期大厂签订年度长单价格显示，上半年进口 TC 上升空间或有限。

铅矿 TC：预计短期内铅矿 TC 将维持底部震荡，但中期有回升预期。理由如下：①由于原生炼厂减产力度较锌更弱，铅矿实际消耗程度比锌更高。②高富含进口 TC 仍然处于较低水平。③原生炼厂复产下，国内铅矿库存有一定消耗预期。

## ★投资建议

锌：伦锌踩稳 MA60 后或确立短期上行趋势，而沪锌弱基本面的权重短期或一定程度上被覆盖；然考虑到短多的不确定性，更推荐优先把握长期逢高做空机会；套利角度，建议观望为主。

铅：前期多单寻机逢高止盈为主，等待后续回调买入机会；套利角度，建议观望为主。

## ★风险提示

海外矿端复产超预期，冶炼厂大量复产，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](mailto: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：

《矿紧预期落地，减产空间无多》	2024/05/23
《矿紧边际加剧，修复预期有限》	2024/08/27
《矿紧边际修复，增产预期递延》	2024/11/19

**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。

## 目录

1、事件概述.....	4
2、4Q24 铅锌精矿产量环比继续修复.....	4
3、4Q24 细分矿企产量变化及因素梳理.....	7
4、25 年产量指引明确矿端修复预期.....	11
5、投资建议.....	14
6、风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：海外头部矿企锌精矿产量（约 60%） .....	4
图表 2：海外头部矿企铅精矿产量（约 40%） .....	4
图表 3：4Q24 和 2024 年不同口径锌精矿产量对比 .....	5
图表 4：4Q24 和 2024 年不同口径铅精矿产量对比 .....	5
图表 5：秘鲁锌精矿产量 .....	6
图表 6：秘鲁铅精矿产量 .....	6
图表 7：全球锌精矿产量 .....	6
图表 8：全球铅精矿产量 .....	6
图表 9：海外头部矿企 4Q24 锌精矿产量变化情况 .....	7
图表 10：海外头部矿企 4Q24 铅精矿产量变化情况 .....	8
图表 11：4Q24 产量变化较大的锌精矿项目生产情况 .....	9
图表 12：4Q24 产量变化较大的铅精矿项目生产情况 .....	10
图表 13：海外头部矿企 2Q24 更新的锌精矿产量指引（单位：千金属吨） .....	11
图表 14：国产和进口锌精矿平均加工费 .....	14
图表 15：考虑部分副产品的冶炼厂生产利润 .....	14
图表 16：锌精矿和精炼锌进口盈亏 .....	15
图表 17：七地锌锭季节性社库 .....	15
图表 18：国产和进口铅精矿平均加工费 .....	16
图表 19：国内再生精铅季节性产量 .....	16
图表 20：铅蓄电池企业周度开工率 .....	16
图表 21：五地铅锭季节性社库 .....	16

## 1、事件概述

近日，海外头部矿企已基本公布 2024 年生产运行情况，部分矿企已披露 2025 年的产量指引，同时，ILZSG 和秘鲁能矿部也更新产量数据至 2024 年 12 月。本文统计并梳理了海外 23 家头部矿企的铅锌精矿产量和产量指引，并通过不同口径的对比，展望未来海外矿端格局变化（注：本文较三季度时继续增加样本，目前锌精矿样本产量约占总海外锌矿产量的约 60%，铅精矿样本产量约占总海外铅矿产量的约 40%）。

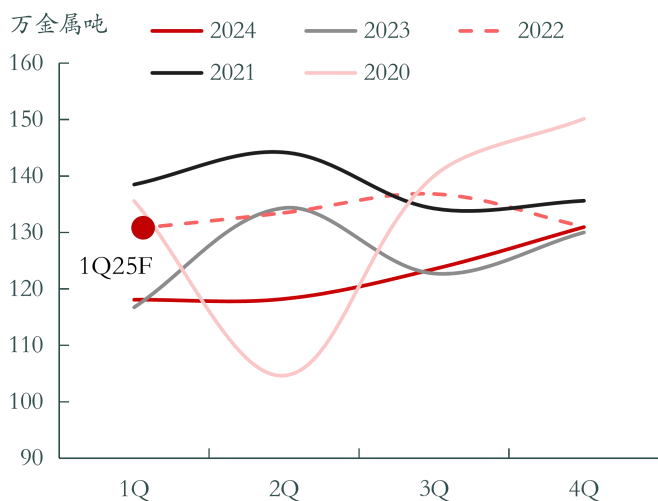
## 2、4Q24 铅锌精矿产量环比继续修复

根据样本统计，锌精矿方面，4Q24 海外样本锌精矿产量为 131 万金属吨，环比 3Q24 增加 7.4 万金属吨（QoQ+6%），同比 4Q23 微增 0.9 万金属吨（YoY+0.7%）。铅精矿方面，4Q24 海外样本铅精矿产量为 30.6 万金属吨，环比 3Q24 增加 0.8 万金属吨（QoQ+2.6%），同比 4Q23 增加 1.5 万金属吨（YoY+5.2%）。

与我们在上篇季度跟踪报告中预期的一致，在生产利润高企的背景下，海外头部矿企 4Q24 铅锌精矿的产量均出现了环比和同比的小幅上升，证实海外大矿生产继续边际修复。4Q24 多数矿企运营效率提升，意外事故明显减少，前期投爬产项目开始释放产量，待复产项目陆续复工，多种因素令海外矿端进一步修复。

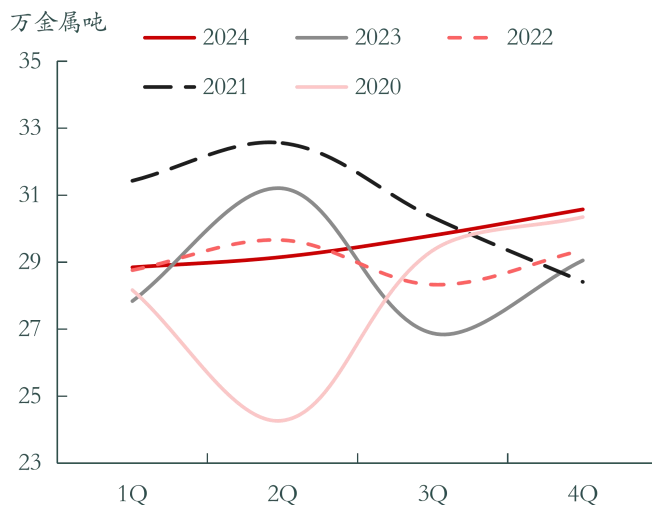
纵观去年产量变化，铅锌精矿的产量均呈现探底回升格局，矿的拐点在 2Q24。全年产量来看，样本锌精矿产量同比减少 2.6%，而样本铅精矿产量同比增长 3%，符合我们在铅锌年报中指出的，铅矿的紧缺程度好于锌精矿，且矿端拐点到来的时点较锌精矿更早。根据第三方机构调研，1Q25 矿端产量环比或有进一步修复，但考虑到季节性因素和海外天气等不确定性因素影响，我们预计 1Q25 预期海外样本矿企锌矿产量或环比持平，处于 130 万金属吨上下，即难以较 4Q24 提供更多明显增量。

图表 1：海外头部矿企锌精矿产量（约 60%）



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 40%）



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

根据 ILZSG, 全球锌精矿产量为 319.4 万吨, 环比 3Q24 大增 24.3 万金属吨 (QoQ+8.2%), 同比 4Q23 减少 9.2 万金属吨 (YoY-2.8%)。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, 4Q24 秘鲁锌精矿产量为 31.9 万金属吨, 环比 3Q24 下降 0.2 万金属吨, 同比 4Q23 下降 7.2 万金属吨 (YoY-18.5%)。

全球铅精矿产量为 119.6 万吨, 环比 3Q24 增加 3.4 万金属吨 (QoQ+2.9%), 同比 4Q23 微增 0.5 万金属吨 (YoY+0.4%)。4Q24 秘鲁锌精矿产量为 7.4 万金属吨, 环比 3Q24 下降 0.2 万金属吨, 同比 4Q23 增加 0.1 万金属吨 (YoY+0.9%)。

将不同机构统计的口径产量与样本产量比较:

**锌:** 同比而言, 全球锌精矿 4Q24 的产量减量主要由中国和秘鲁等地区提供。环比而言, 4Q24 全球锌精矿产量和样本矿企产量均出现明显修复, 秘鲁处于趋平状态, 国内则出现大减, 这主要是由于国内样本统计口径在三季度时计入了火烧云, 即前期高基数所致。但反推之, 若需要达成 ILZSG 给出的环比大增结果, 则除了海外样本的大矿外, 推测也有部分样本外的中小矿也进行了复产或增产。2024 年锌精矿产量同比明显下降, 其余口径趋势一致, 主要减量来自海外地区。

**铅:** 同比而言, 全球铅精矿 4Q24 的产量微增, 这与样本矿企、中国和秘鲁的产量口径一致。环比而言, 4Q24 全球铅精矿产量小幅增长, 中国地区的减量同样是基数影响所致, 其他口径产量总体趋势一致。2024 年铅精矿产量同比基本持平, 样本矿企、中国地区和秘鲁地区均出现小幅上升, 推测是部分样本外中小产能出现扰动。

图表 3: 4Q24 和 2024 年不同口径锌精矿产量对比

万金属吨	全球(万吨)	样本矿企	SMM 中国	秘鲁(万吨)
4Q24	319.4	131.0	86.2	31.9
3Q24	295.1	123.5	107.8	32.2
环比变化	24.3	7.4	-21.6	-0.2
环比增速	8.2%	6.0%	-20.0%	-0.8%
4Q23	328.6	130.0	95.5	39.2
同比变化	-9.2	0.9	-9.2	-7.2
同比增速	-2.8%	0.7%	-9.7%	-18.5%
2024	1189.5	490.8	370.2	126.7
2023	1238.9	503.9	376.6	146.8
同比变化	-49.3	-13.0	-6.4	-20.0
同比增速	-4.0%	-2.6%	-1.7%	-13.6%

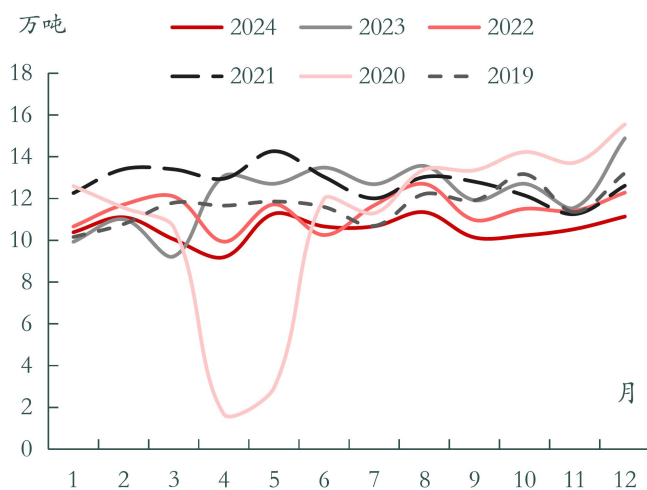
资料来源: ILZSG, SMM, Wind, 公司公告, 东证衍生品研究院

图表 4: 4Q24 和 2024 年不同口径铅精矿产量对比

万金属吨	全球(万吨)	样本矿企	SMM 中国	秘鲁(万吨)
4Q24	119.6	30.6	38.9	7.4
3Q24	116.2	29.8	42.4	7.6
环比变化	3.4	0.8	-3.5	-0.2
环比增速	2.9%	2.6%	-8.2%	-2.0%
4Q23	119.2	29.1	38.5	7.4
同比变化	0.5	1.5	0.5	0.1
同比增速	0.4%	5.2%	1.2%	0.9%
2024	451.6	118.4	150.9	28.9
2023	452.0	115.0	139.4	27.3
同比变化	-0.4	3.4	11.5	1.6
同比增速	-0.1%	3.0%	8.2%	6.0%

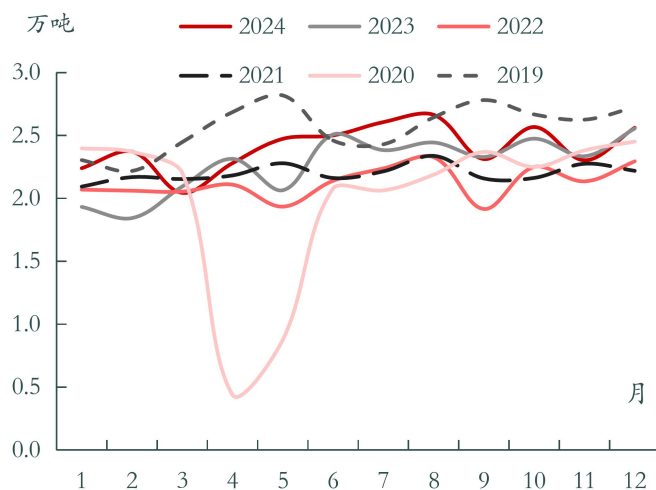
资料来源: ILZSG, SMM, Wind, 公司公告, 东证衍生品研究院

图表 5: 秘鲁锌精矿产量



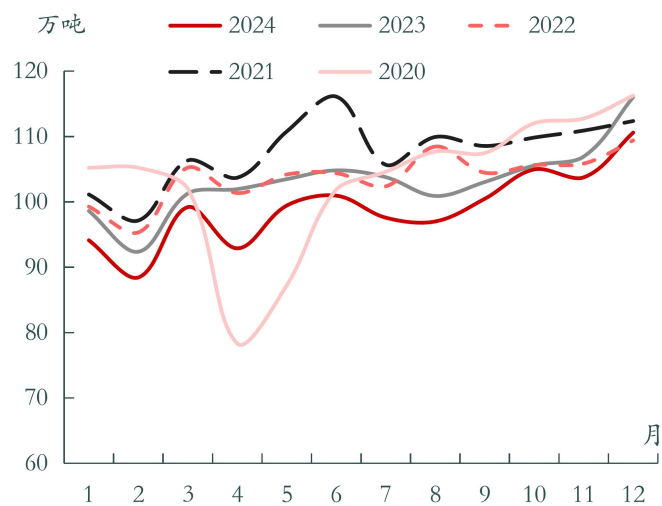
资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

图表 6: 秘鲁铅精矿产量



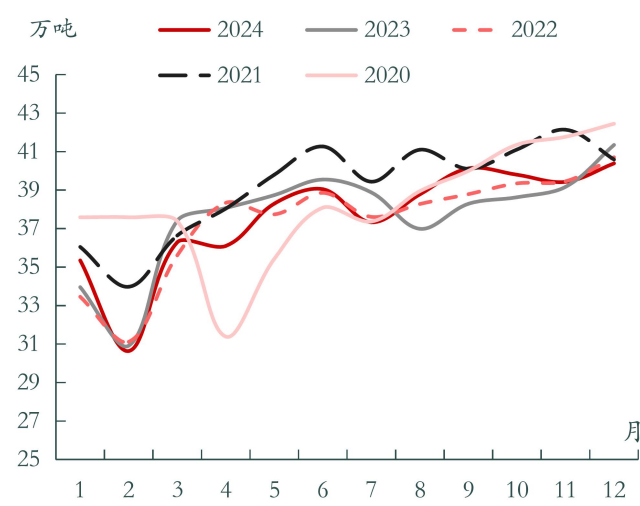
资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

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、4Q24 细分矿企产量变化及因素梳理

回到统计样本中，按同比增减来看，锌精矿方面，4Q24 提供同比增量排名前五的公司分别为 Newmont、Ivanhoe、Group Mexico、Glencore 和 Adriatic Metals，提供同比减量的排名前五公司分别为 Teck、NEXA、Sibanye-Stillwater、Peñoles 和 BHP。

铅精矿方面，Newmont、MMG、Ludín Mining、Pan American Silver 和 Buenaventura 等公司提供了主要的同比增量，而 Glencore、NEXA、Vedanta、Peñoles 和 Teck 等公司则提供了主要同比减量。

图表 9：海外头部矿企 4Q24 锌精矿产量变化情况

单位：万金属吨	4Q23	3Q24	4Q24	环比变化	环比增速	同比变化	同比增速	2024 累计同比
Newmont	2.2	5.8	7.7	1.9	32.8%	5.5	250.0%	148.1%
Ivanhoe	0.0	1.8	3.2	1.4	79.7%	3.2	/	/
Group Mexico	1.7	3.1	4.3	1.2	38.8%	2.6	154.9%	98.5%
Glencore	24.6	22.6	26.1	3.5	15.5%	1.5	6.1%	-15%
Adriatic Metals	0.0	0.2	0.5	0.3	128.6%	0.5	/	/
Pan American Silver	0.9	1.1	1.4	0.3	25.9%	0.5	50.0%	16.5%
BOLIDEN	3.9	4.5	4.2	-0.3	-7.5%	0.3	8.0%	-16.0%
HudBay	0.6	0.8	0.8	0.0	3.9%	0.3	45.9%	-3.7%
Volcan	6.2	6.3	6.4	0.1	1.7%	0.2	2.7%	-4.9%
Lundin Mining	5.1	4.7	5.2	0.5	11.4%	0.1	2.4%	3.3%
Sierra Metals	0.4	0.5	0.6	0.1	10.0%	0.1	27.7%	7.3%
MMG	6.4	4.6	6.4	1.7	37.6%	0.0	0.2%	8.3%
Silvercorp	0.3	0.3	0.3	0.0	14.7%	0.0	-9.9%	4.8%
Fortuna Silver Mines	0.5	0.5	0.4	0.0	-5.0%	-0.1	-12.0%	-3.2%
Vedanta	31.2	30.0	31.0	1.0	3.3%	-0.2	-0.6%	-5.7%
Kaz Mineral	1.5	0.9	1.2	0.3	30.7%	-0.4	-23.3%	-16.7%
South 32	1.6	1.2	1.1	-0.1	-10.7%	-0.5	-31.6%	-8.1%
Buenaventura	1.5	0.7	0.6	-0.1	-16.4%	-0.9	-58.2%	14.8%
BHP	3.3	1.9	2.3	0.3	17.6%	-1.1	-31.9%	-41.9%
Peñoles	7.7	7.1	6.1	-1.0	-14.2%	-1.6	-20.2%	-4.0%
Sibanye-Stillwater	3.2	3.3	1.6	-1.7	-51.5%	-1.6	-50.0%	8.3%
NEXA	9.0	8.3	7.4	-0.9	-11.1%	-1.7	-18.5%	-2.2%
Teck	18.2	15.8	14.6	-1.2	-7.6%	-3.6	-19.8%	-4.3%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

关于 4Q24 矿端产量增加，关键原因在于大量新项目爬产、部分老项目复产，次要原因包括矿石品位和运营效率的提升，以及此前的意外事故等不可抗力因素明显减少。

1. **新项目爬产、旧项目复产**：锌精矿增量排名前五的企业中，除 Newmont 外，其余矿企均有新增投爬产项目运行。①Ivanhoe 旗下的 Kipushi 自 3Q24 开始投产，4Q24 爬产较为迅速，实际产量达 3.2 万金属吨；②Adriatic Metals 旗下的 Vares 于四季度释放部分产能，此前爬产较慢的问题逐渐改善；③Glencore 旗下的 Zhairem 产量改善明显，在抵消部分 Antamina 的减量后还贡献了不少增量。④Grupo México 旗下的 Buenavista Zinc 于 1Q24 启动，产量环比逐渐升高，旗下另一个矿 Santa Barbara 的产量也有所增加。⑤Boliden 旗下的 Tara 矿自 4Q24 复产，季度产出共 6400 金属吨，预计 1Q25 产量将有进一步提升。⑥NEXA 旗下的 Aripuanã 已完全过渡为持续运营状态，4Q24 其矿石利用率和吞吐量如期出现上升。

2. **矿石品位和运营效率的提升**：包括矿石品位上升，矿石研磨率和回收率上升等。①Vesdanta 旗下的 Zinc India 和 Gamsberg；②NEXA 旗下的 Cerro Lindo 和 Atacocha；③Ludín Mining 旗下的 Zinkgruvan；④South 32 旗下的 Cannington；⑤MMG 旗下的 Dugald River 和 Rosebery；⑥Pan American Silver 旗下的 La Colorada 等。

3. **24 年低基数效应**：Newmont 旗下的 Peñasquito 自 23 年 6 月起罢工后再无产出，低基数令该矿贡献 4Q24 海外铅锌矿的同比最大增量。

**图表 10：海外头部矿企 4Q24 铅精矿产量变化情况**

单位：万金属吨	4Q23	3Q24	4Q24	环比变化	环比增速	同比变化	同比增速	2024 累计同比
Newmont	12.0	19.0	29.0	10.0	52.6%	17.0	141.7%	88.2%
MMG	5.7	8.6	11.3	2.7	31.8%	5.6	98.7%	-3.4%
Lundin Mining	8.4	7.5	11.0	3.5	46.3%	2.6	30.6%	-0.7%
Pan American Silver	4.2	5.2	6.1	0.9	17.3%	1.9	45.2%	-3.7%
Buenaventura	3.0	4.8	3.9	-0.9	-19.4%	0.9	30.7%	61.8%
BOLIDEN	10.1	12.4	10.9	-1.5	-12.2%	0.8	7.8%	-2.1%
Volcan	15.5	15.1	15.9	0.8	5.3%	0.4	2.6%	-3.3%
Silvercorp	7.6	6.0	7.8	1.8	29.4%	0.1	/	2.6%
BHP	0.1	0.0	0.1	0.1	604.8%	0.0	41.0%	-32.7%
South 32	30.3	19.3	30.3	11.0	57.0%	0.0	0.0%	0.2%
Fortuna Silver Mines	6.3	5.8	6.3	0.5	8.3%	0.0	-0.4%	-1.6%
Sierra Metals	1.1	1.2	1.1	-0.1	-6.1%	0.0	-4.0%	2.0%
Teck	25.4	29.5	25.3	-4.2	-14.2%	-0.1	-0.4%	2.5%
Peñoles	2.3	2.3	2.1	-0.2	-9.4%	-0.2	-8.7%	4.9%
Vedanta	56.0	63.0	55.0	-8.0	-12.7%	-1.0	-1.8%	-0.5%
NEXA	17.6	14.0	12.6	-1.4	-10.1%	-5.0	-28.5%	4.7%
Glencore	44.4	41.8	34.9	-6.9	-16.5%	-9.5	-21.4%	-1.7%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院



4Q24 矿产量下降的主要原因在于矿石品位下降、外部不可抗力及运营效率下降，但主要原因和前几个季度未发生太大改变，意外事件影响的产量较 2Q24 明显降低。

1. **矿石品位下降**：①Antamina 矿石品位的阶段性下降影响了拥有该矿股权的三家头部矿企的产量，并令 Teck 和 BHP 位于同比减量前列。②Teck 旗下的 Red Dog 在三季度实现了超预期的研磨率后，四季度出现品位下降，同时计划内检修导致研磨率和吞吐率下降，符合此前预期；③Glencore 下属的北美锌品位依然偏低；其余品位下滑的项目包括：④NEXA 旗下的 El Porvenir 和 Vazante，⑤Ludion Mining 旗下 Neves-corvo；⑥Buenaventura 旗下 Uchucchacua 等。

2. **外部不可抗力**：①NEXA 旗下的 Morro Agudo 在 2024 年 4 月 30 日被出售，后续采矿活动停止；②Century 锌矿的所有权在 2024 年归属于 Sibanye-Stillwater，四季度产量因山火和基础设施受损等影响而下降，一季度该矿还曾受到暴雨的冲击，因而 24 年全年产量指引未达标；③Peñoles 旗下 Tipaza 矿山在 4Q24 罢工停产，贡献锌铅精矿减量分别达到 1.15 万金属吨和 0.2 万金属吨。

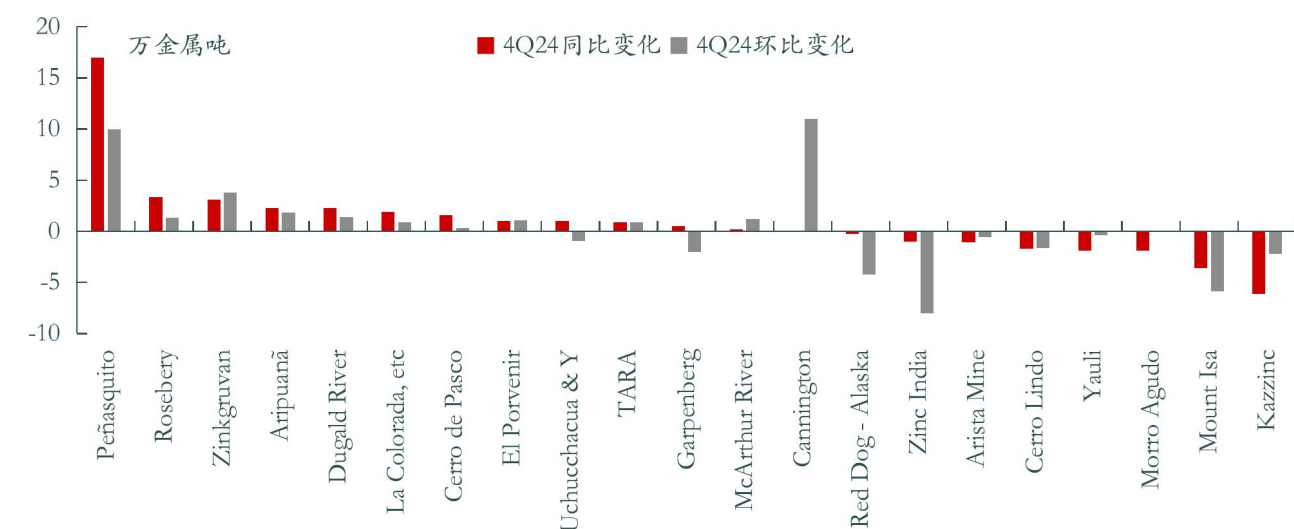
3. **运营效率下降**：①受环保许可证限制影响，Boliden 旗下 Garpenberg 的研磨量有所下滑，导致铅和银的产量均有所下降；②Buenaventura 旗下 El Brocal 四季度继续停运；③The Boliden Area 和 Teck 的产量都受到了计划内检修的影响。

图表 11：4Q24 产量变化较大的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 4Q24 铅锌锭产量均环比录减，细分样本增减互现，同时部分企业给出了炼厂 2025 年的运行计划。分企业来看：

①Boliden 旗下 Bergsöe 的铅锭产量高于同期,主要是由于矿端供给修复和运营效率提升;Kokkola 的锌锭产量平稳,主要是供应的锌矿品位和生产效率提升;Odda 的生产虽然在年中受到年度检修影响,但后续生产效率有所提升,同时其扩建项目将从 2025 年以及丢开始提速,意味着该炼厂的产能将从 1Q25 起恢复到 20 万吨左右。

②Teck 旗下 Trail 炼厂四季度锌锭产量环比小幅减少 3000 吨左右,铅锭产量环比则小幅上升约 2700 吨,差异主要是由于锌精矿的阶段性的短缺。对于 2025 年,Teck 计划减少 Trail 的锌锭产量,原因描述为”基于锌精矿较为紧缺“,值得注意的是,2024 年三季度 Trail 因发生火灾,预期产量的下降是建立在低基数背景上的,此外海外长协谈判初期分歧较大,或从侧面反应出 Teck 对后续锌矿出量的偏悲观态度。

③Glecnore 旗下 Nordenham Zinc 重启后,锌锭产量保持增长,而由于 Mount Isa 到 Northfleet 的供矿延迟,以及 Portovesme 的铅条线仍在维护,铅锭产量同比明显下降。

④Vedanta 旗下锌炼厂得益于矿石品位上升和回收率增加,锌锭产量出现小幅上升。

#### 4、25 年产量指引明确矿端修复预期

样本统计了 13 家头部矿企的 2025 年产量指引,25 年合计产量在 265~291.1 万吨左右(占海外矿产量的 31.5%左右), 同比 2024 年平均增长在 5.1%左右, 映射出海外大矿的修复动能; 由于样本中多为大矿, 项目运行成本相对较低, 成本偏高的中小矿产量增速或低于样本指引, 此前我们在年报中给出的海外矿产量增速在 4.8%左右, 现在看来基本符合预期。

图表 13: 海外头部矿企 2Q24 更新的锌精矿产量指引 (单位: 千金属吨)

公司和项目	2022	2023	2024 实际	2024 指引	2025 指引	平均同比增速 F
Nexa	296	333	327	323~381	311~351	1.2%
Cerro Lindo	84	78	86	84~99	80~88	-2.3%
El Porvenir	52	56	51	50~58	56~62	15.7%
Atacocha	10	8	10	9~11	10~12	10.0%
Vazante	132	146	141	140~163	132~145	-1.8%
Morro Agudo	19	23	7(仅1~4月)	7~7	/	/
Aripuanã	1	22	32	31~42	35~45	25.0%
Teck	651	644	615.9	565~630	525~575	-10.7%
Antamina	97	104	60.3	45~60	95~105	65.8%
Red Dog	553	540	555.6	520~570	430~470	-19.0%
MMG	225	204	219.9	210~235	215~240	3.5%
Dugald River	173	152	163.6	160~175	170~185	8.5%
Rosebery	51	52	56.3	50~60	45~55	-11.2%
Buenaventura	36	25	28.5	26.3~29.8	24~27.3	-9.8%
El Brocal	23	17	2.0	1.9~2.0	/	/
Uchucchacua	0	3	21.2	19~22	23~26	15.5%
Tambomayo	14	5	5.3	5.4~5.8	1~1.3	-78.1%
Gelncore	939	919	905	900~950	930~990	6.1%
South32	62	58	54.6	60.7(FY)	50(FY)	-8.4%
Newmont Goldcorp	377	230	258	245	236	-8.5%
Hudbay	55	35	33.3	27~35	21~27	-28.0%
Ivanhoe	/	/	50.3	/	180~240	317.4%
Adriatic Metals PLC	/	/	7.1	/	28~32	322.5%
Sibanye-Stillwater	124	92	100	/	88.3~97.8	-7.0%
Pan American Silver	39	39	45.2	42~46	42~45	-3.8%
Ludín Mining	159	185	191.7	190~199		
Neves-Corvo	82	109	109.6	111~116		
Zinkgruvan	77	76	82.1	79~83		
总计 (除Ludín)	2803	2578	2644.8	/	2650~2911	5.1%

资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

**细分企业来看，增量方面：**

- ①Ivanhoe 旗下的 Kipushi 和 Adriatic Metals 旗下的 Vares 将继续提供主要增量，Vares 预计在 25 年下半年达到满产。
- ②Tara 矿将在 1Q25 恢复到年度锌产量 180 万吨的水平，且平均品位将会到 5.5% 左右。
- ③Vedanta 方面，公司在 25 年将专注于打破 Zinc International 的产量瓶颈，即将 Gamsberg 一起提高至达成期设计产能，同时完成其二期项目的建设，公司表述为“后续目标在 2026 财年（即 2025 年 3 月~2026 年 3 月）开始生产”，但此前一期提产花费较久，需谨慎计价后续提产预期。
- ④NEXA 旗下的 Aripuanã 仍存在持续提产预期，但需持续跟踪该矿第四个尾矿过滤器的交付和安装进度，预计其 25 年锌精矿产量将同比增长 25%。
- ⑤Sibanye-Stillwater 收购的 Century 锌矿 24 年运行不尽人意，目前该矿修复工作仍在继续，预计概况将在 2025 年恢复正常的生产水平。
- ⑥Sierra Metals 旗下的 Yauricocha 发现了更高品位的矿区，2025 年计划产量将上升。
- ⑦24 年 Antamina 的产量受品位阶段性下滑的影响，其 4Q24 的原料比例为 55% 的纯铜矿和 45% 的铜锌矿，25 年其品位存在修复预期，但 26 年其品位又将出现小幅降低，在阶段性变化下，其产量估计需更加谨慎。

**减量方面：**

- ①NEXA 旗下的 Morro Agudo 在 24 年 4 月被出售后，后续采矿活动停止；Cerro Lindo 矿石品位预期降低，但总体减量或不大；Vazante 的产量则由于预期矿石处理量的减少也预计有所下降；
- ②Teck 旗下的 Red Dog 品位不仅在 24 年出现下降，同时可能在未来三年都出现下滑，目前正在开采的两个项目 Aqqaluk 和 Qanaiyaq 中，后者的寿命已经接近尾声，或在 2025 年中期耗尽，因而 Teck25 年的锌产量指引出现显著下降。
- ③South 32 的 FY25 产量指引略低于 2024 年度产量，主要是 Cannington 铅产量仍存在不确定性，公司描述为“仍受地下活动复杂性的影响”。
- ④Newmont 旗下 Peñasquito 银、铅和锌产量预计将有所下降，原因是 Colorado 的开采量减少，预计项目 AISC 将增加。
- ⑤Buenaventura 旗下的 El Brocal 在 2025 年没有继续生产铅锌的计划。

### 后续出矿和 TC 预期：

从实际产量表现来看，4Q24 海外矿端产量环比继续修复，主要是新投爬产和复产项目运行较为顺利，且意外事故扰动较少。往后看，**基于明确上升的产量指引，全年维度铅锌矿产量有望充分释放**；而节奏上，一季度海外部分地区仍受到天气影响，同时去年四季度存在年底冲量情况，即便部分项目仍有继续增爬产预期，**1Q25 海外矿产量环比增长的幅度也会相对较低，总产量或较 4Q24 微增**。

我们认为后续锌矿 TC 回升的斜率和速度将放缓甚至出现震荡。理由有以下几方面：① 锌精矿进口窗口自年初以来关闭后再未打开，进口矿主要来源仍是前期锁价长单，而即便后续进口窗口再次打开，也需关注海外矿是否可能存在卡脖子等问题；② 港口矿库存出现拐点，目前部分港口矿已被炼厂和贸易商签订，实际流通货源仍在减少；③ 国内炼厂二季度进口长单签订较少，二季度或存在原料库存消耗预期；④ 4Q24 国内锌矿产量出现明显走弱，实际新增产量较为有限，再考虑到火烧云实际投产在 6 月底，需观察后续是否会有最后一批锌矿出售到市场上。⑤ Teck 与国内南方炼厂签订 60 美金的年度长单，而 5 月装期的 Anatabina 的招标结果为 10 美元/干吨，长单限制下，上半年进口 TC 上升空间或较为有限。

我们认为短期内铅矿 TC 将维持底部震荡，但中期有回升预期。理由有以下几方面：① 铅矿产量的拐点先于锌矿，加上去年铅锭进口窗口打开，令去年原生铅炼厂的减产程度相对弱于锌的冶炼集体减产，这也导致铅矿的实际消耗程度比锌更高，从而令铅矿 TC 迟迟未出现明显上升。② 虽然炼厂存在看涨 TC 预期，但目前铅精矿 TC 市场报价依然较为混乱，主要是白银和小金属含量不一，高富含铅矿的现货 TC 仍在 -30~40 美金/干吨左右。③ 原生铅炼厂年后持续复产，国内铅矿库存或有一定消耗预期。

## 5、投资建议

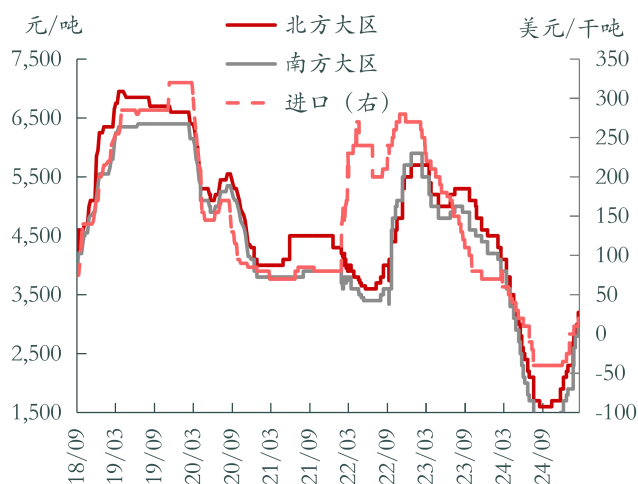
**锌：**此前锌价处于震荡收敛区间，然近期宏观情绪明显托底，而海外在大量注销仓单后，次日传出托克旗下 Nystar 炼厂减产 25%，伦锌迅速贴近 3000 美金。根据公司官网，Nystar 在澳大利亚的 Hobart 锌项目年产量为 28 万吨，4 月起分阶段减产后，预计全年影响锌锭产量在 5 万吨左右。此前我们已多次指出，在 Benchmark 敲定前，海外矿冶的扰动发生概率较大，且对锌均是利多，此次扰动虽在预期之内，但处在宏观偏暖的背景、以及刚注销仓单、加上 BM 仍在谈判中，对伦锌的拉动相比年初会更强，而对沪锌来说，4 月后海外矿流入预期加强，远月端或存在利空影响。

回过头来看，此前 Teck 与国内签订 60 美金长协，或已反映出对海外炼厂的施压；而往后看，在 BM 谈判过程中，矿冶双方的出牌可能不仅限于此，尤其是回头看去年 3 月时，同样出现了不少海外巨额叶扰动，不排除后续再次发生扰动的可能性；而即便沪锌有较强的做空力量加持，或也较难独善其身。

国内锌基本面偏空，需持续关注社库变化。目前部分炼厂已有生产利润，3 月炼厂复产较为积极，后续从矿转化锭的预期较强，然根据市场调研，3 月中上旬终端需求仍在缓慢修复，且有环保限产等因素影响，叠加国网招标和专项债落地需要时间，全月需求超预期可能性不高，即去库的可能性仅落在下游进行原料补库上。但值得一提的是，今年产业链长单签订较少，厂库直发下游增多，社库累库或可能存在一定不确定性。

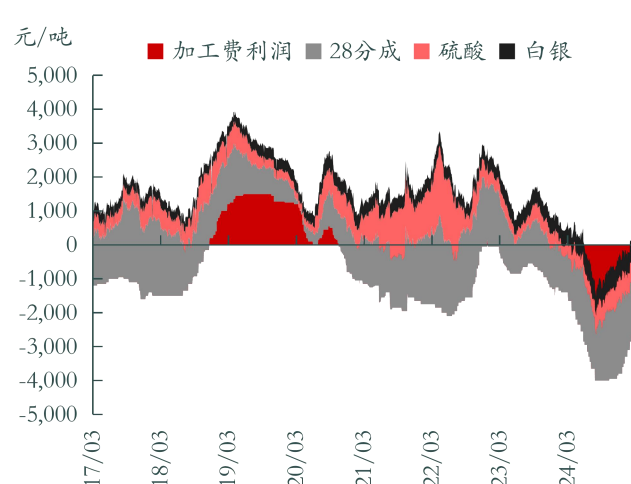
策略方面，交易角度而言，当前宏观面频繁反复，但整体情绪偏暖居多，而在 BM 未敲定前，矿冶扰动等潜在刺激仍有望继续落地，伦锌站稳 MA60 后或会确立短期上行趋势，而沪锌弱基本面的权重短期则可能被宏观和消息面覆盖；然考虑到短多存在不确定性，以及根据矿企产量指引，长期供应释放预期已现，我们将更推荐优先把握长期逢高做空机会，但在高度不确定的环境下，建仓点位需具有较强的安全边际；套利角度，短期宏观与基本面形成错配，建议观望为主。

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

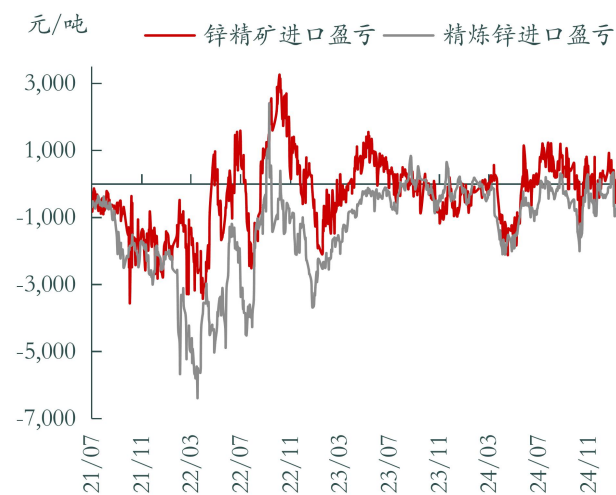
图表 15：考虑部分副产品的冶炼厂生产利润



资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

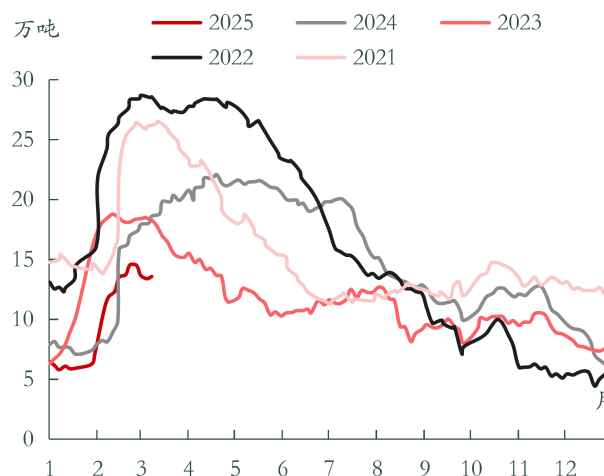


图表 16：锌精矿和精炼锌进口盈亏



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 17：七地锌锭季节性社库



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

**铅：**铅价近期表现较为坚挺，多头资金挺价意愿较强。铅的叙事一在于需求，即下游大厂原料库存偏低，后续开工有望继续上行，存在大量提仓预期；二在于供应，目前铅精矿 TC 恢复力度有限，而前期回收商一次集中性抛货后，再生炼厂库存再次缓慢下降，在新增大产能投产和复产增加的背景下，后续废电瓶紧缺预期仍存；三则得益于目前偏暖的宏观环境，内外盘铅价表现均不错。3 月以来，铅供需双向修复，且从实际表现来看，上半月需求恢复速度稍快于供应，社库在下游大厂拿货转好下出现小幅去化。

但中期维度来看，3 月原生和再生投复产体量较大，且再生炼厂生产利润已基本修复，3 月铅锭环比增量或在 15 万吨以上，然终端消费成色转好有限，中小厂在高铅价的挤压下多为刚需拿货，仍需观察下游大厂能否承接住上游如此高的供应增量；此外，由于复产再生厂商有提前备货，废电瓶紧缺预期或递延至 3 月下旬；再考虑到近期临近交割和现货偏弱运行，持货商仍有移库交仓可能。

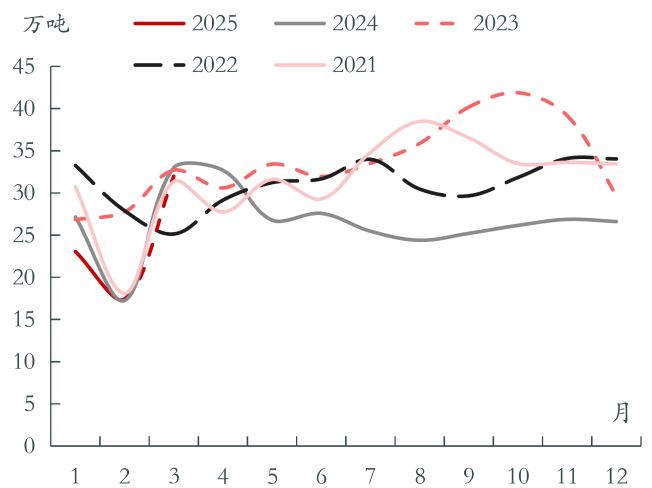
总体来看，短期供需双向修复叠加宏观托底，对铅价形成较强支撑，但中期供需或存在错配可能，且多空资金在铅价高位时已有博弈，短期铅价上行高度或相对有限；但基于原料中期矛盾仍存，以及需求恢复预期，若铅价后续出现回调也不看深跌，等待回调买入机会为宜。策略方面，前期多单则机逢高止盈为主，等待后续回调买入机会；套利角度，建议观望为主。

图表 18: 国产和进口铅精矿平均加工费



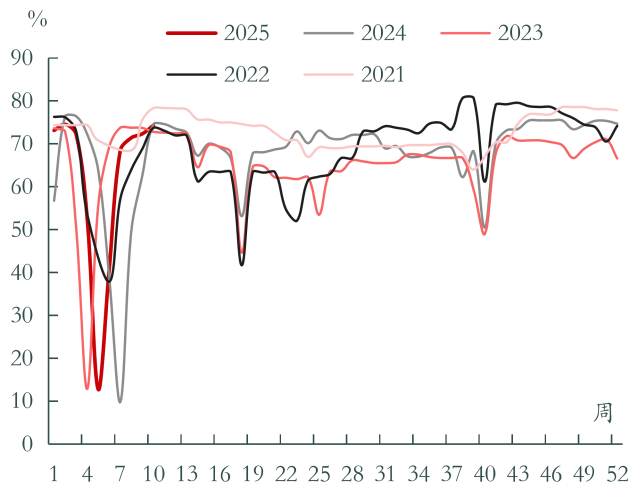
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 19: 国内再生精铅季节性产量



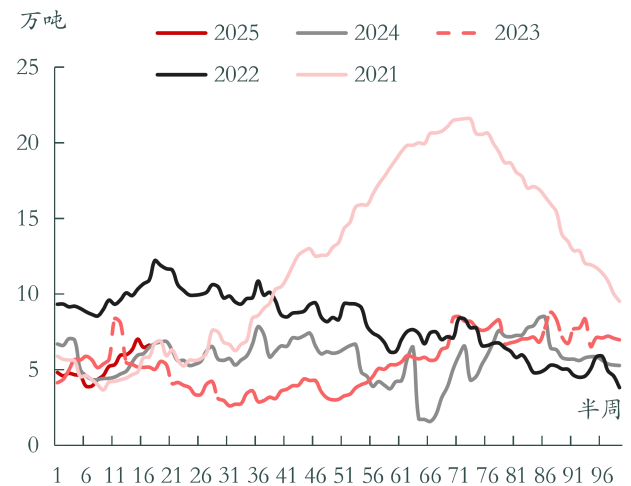
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 20: 铅蓄电池企业周度开工率



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 21: 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

海外矿端复产超预期, 冶炼厂大量复产, 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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)