



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

风起青萍

2025/6/23

作者：刘诗瑶

联系人：田洲恺

审核：肖兰兰

从业资格证号：F3041949

从业资格证号：F03134743

交易咨询证号：Z0013951

交易咨询证号：Z0019385

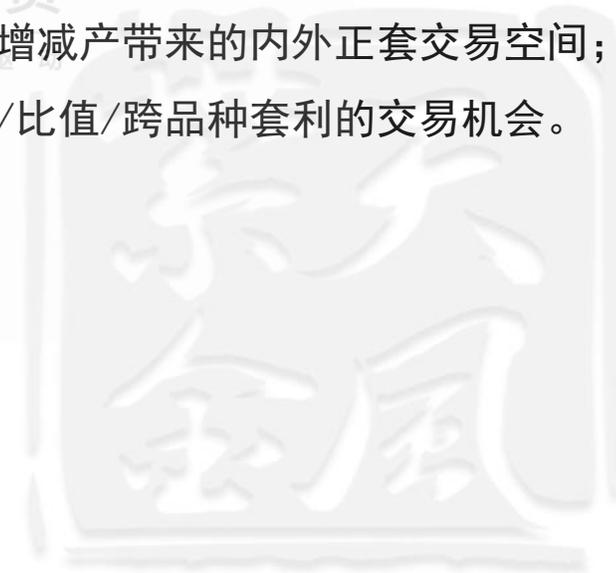
邮箱：tianzhoukai@zjtfqh.com

联系方式：liushiyao@zjtfqh.com

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



- 25年矿端增量较为可观，原料供应或在Q3提速，且国内炼厂将兑现大部分原料预期；
- 终端需求亮点集中在出口和交运板块，预计年度需求同比增速高于去年，上半年表消偏高，下半年考验需求侧的韧性；
- 伴随产业链自发的结构性调整，较多的显性库存转隐，基本面因子的影响边际减弱，沪锌的宏观属性增强；
- 绝对价格上，预计全年锌价以宽幅震荡为主，运行区间基本与24年相当，下半年走势或前低后高；
- 月差上，关注原料端扰动/复产增量/消费淡旺季带来的结构性机会；比值上，留意海外新增减产带来的内外正套交易空间；
- 锌在有色中相对弱势，但整体表现或优于预期，不建议作为空配的首选，需更多关注月差/比值/跨品种套利的交易机会。



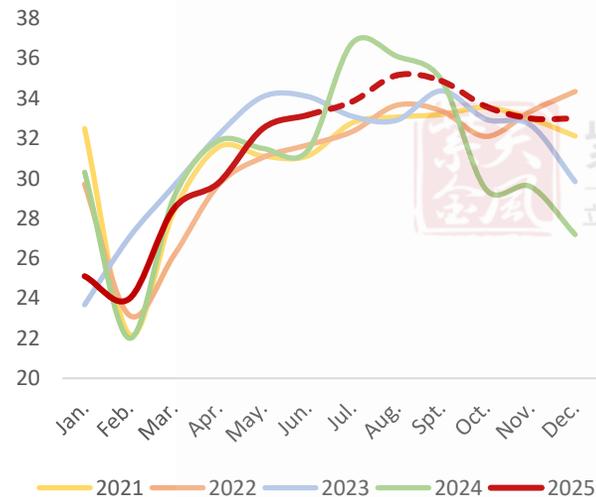
H1回顾

主题

【Zn】原料供应改善（万吨）

矿企/矿山名称	2024Q1	2025Q1	同比增长
Group Mexico	2.64	3.94	49.24%
Boliden	3.97	5.79	45.84%
Volcan	4.03	5.73	42.18%
BHP	1.84	2.6	41.30%
Antamina	6.47	9.13	41.11%
Buenaventura	0.49	0.58	18.37%
Vedanta Limited	33.2	36	8.43%
Lundin Mining	4.57	4.9	7.22%
Glencore	20.56	21.36	3.89%
Newmont Goldcorp	5.8	5.9	1.72%
Fresnillo plc	2.61	2.52	-3.45%
MMG	5.88	5.18	-11.90%
Peñoles	6.7	5.77	-13.88%
Teck	14.53	11.68	-19.61%
South 32	1.43	1.1	-23.08%
Nexa	8.74	5.21	-40.39%
Total	123.46	127.39	3.18%

【Zn】国内矿山供应稳定



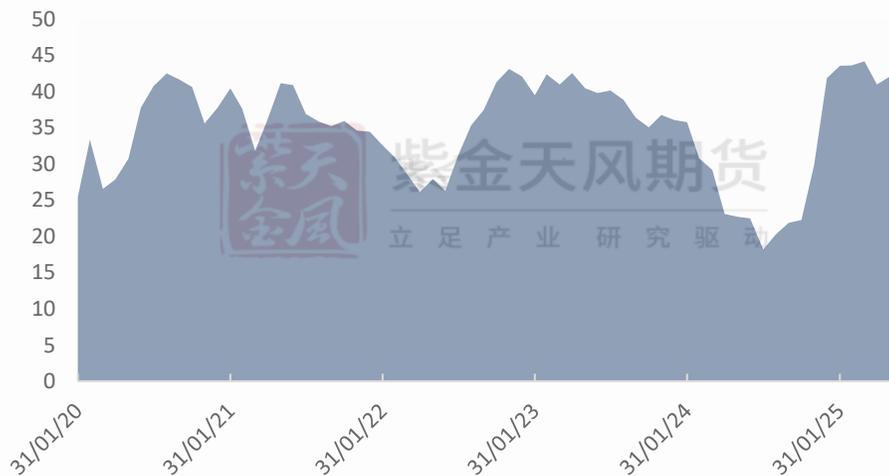
【Zn】进口增量显著



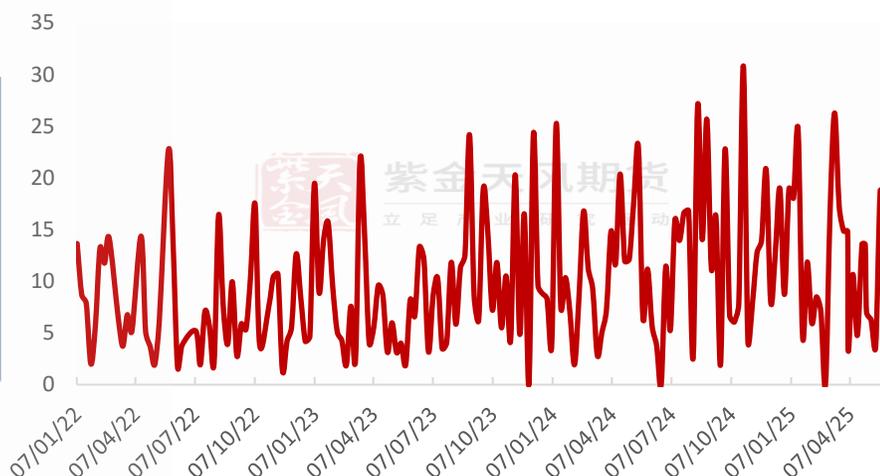
- 一季度以来，原料的投放较为顺畅；
- 海外、国内、进口均出现同比增长，进口增速来到历史高位；
- H1也出现过矿山的扰动，但并不是因为矿山的利润受损，且在短期内已经解决。

加工费出现劈叉

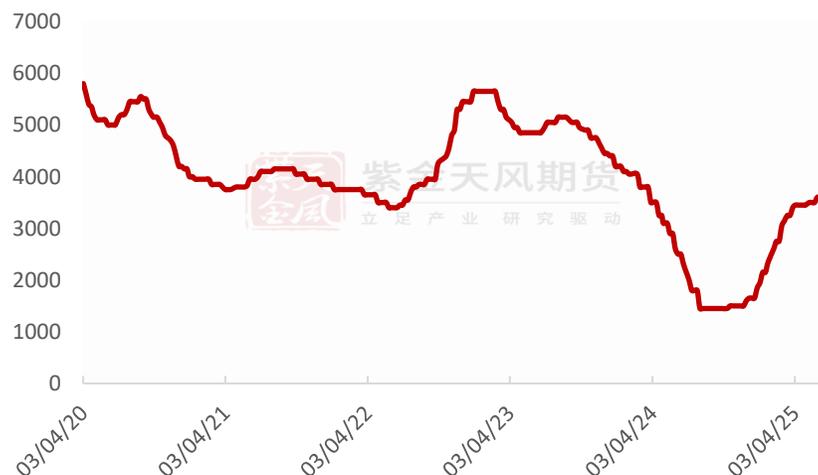
【Zn】国内：炼厂积极备库



【Zn】海外：锌矿到港开始恢复



【Zn】Zn50国产TC



【Zn】Zn50进口TC



- 从时间上来看，季度存在劈叉，tc在Q1的斜率较Q2而言更为陡峭；
- 从空间上来看，内外存在劈叉，国产tc上行速率更快且进口tc受损的程度更深。

国内炼厂复产意愿强劲

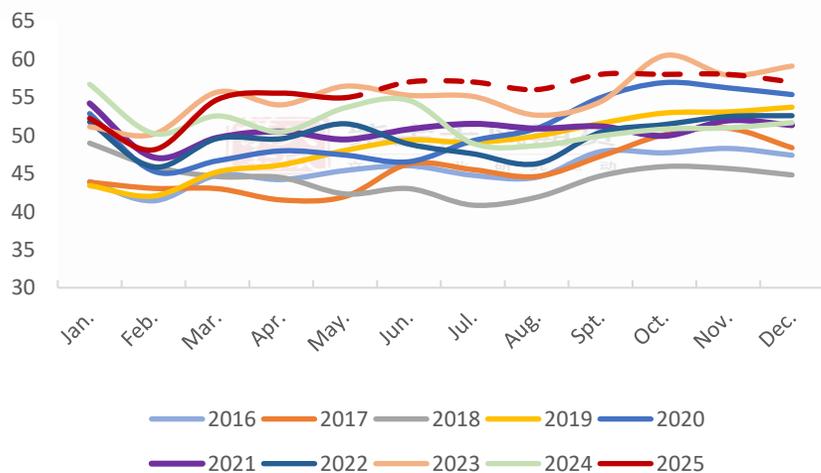
【Zn】国内冶炼利润（不考虑冶炼副产品）



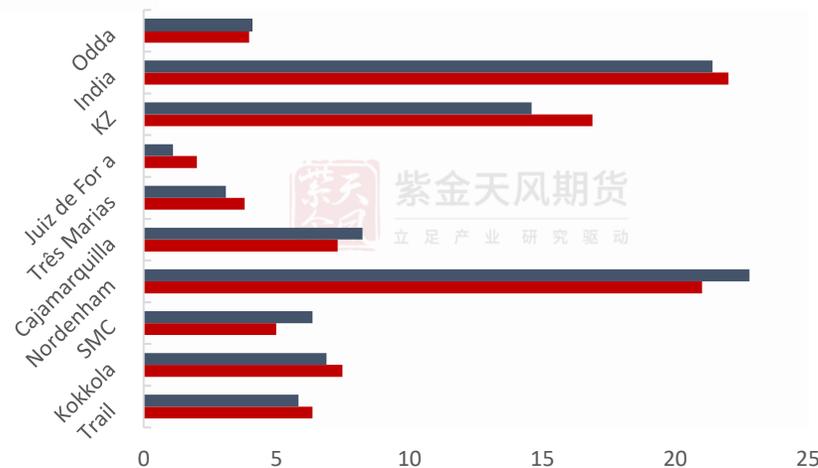
【Zn】硫酸价格



【Zn】炼厂产量恢复顺利



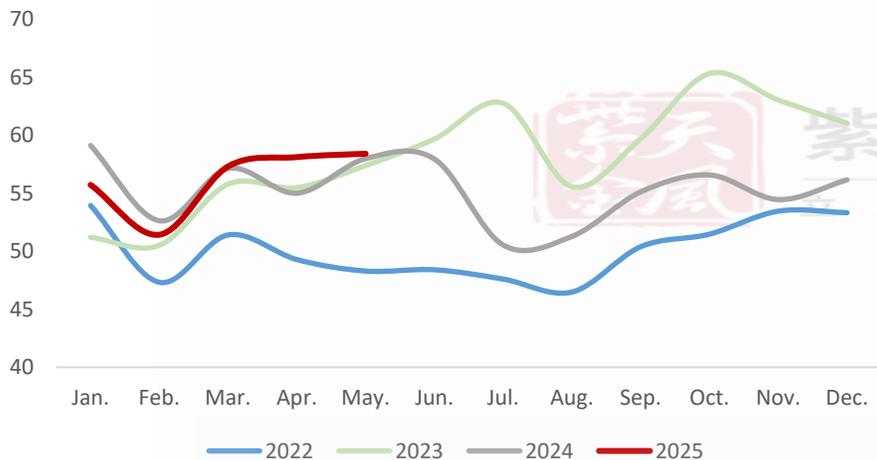
【Zn】海外样本炼厂产量



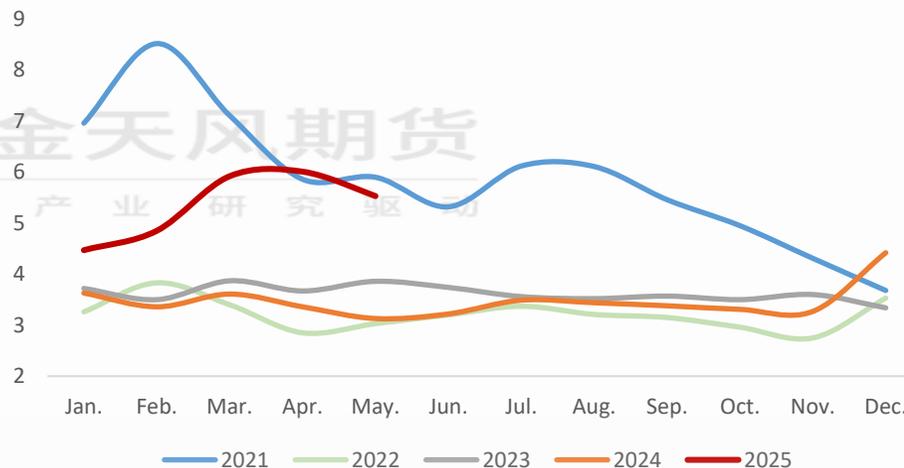
- 加工费上涨+冶炼副产品价格上行带动利润改善；
- 新投产项目贡献少量增量；
- 检修影响量弱于同期，且有延后；
- 海外投产不顺，但影响相对较小。

如何理解H1的高表消?

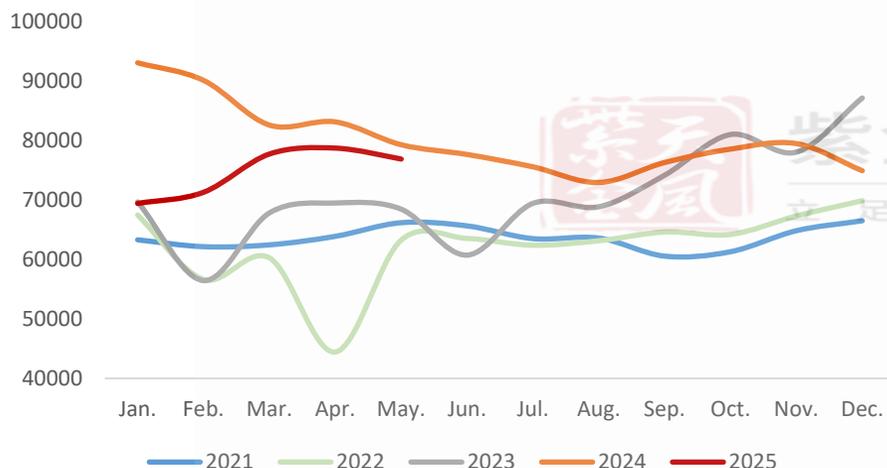
【Zn】表观消费强于历年



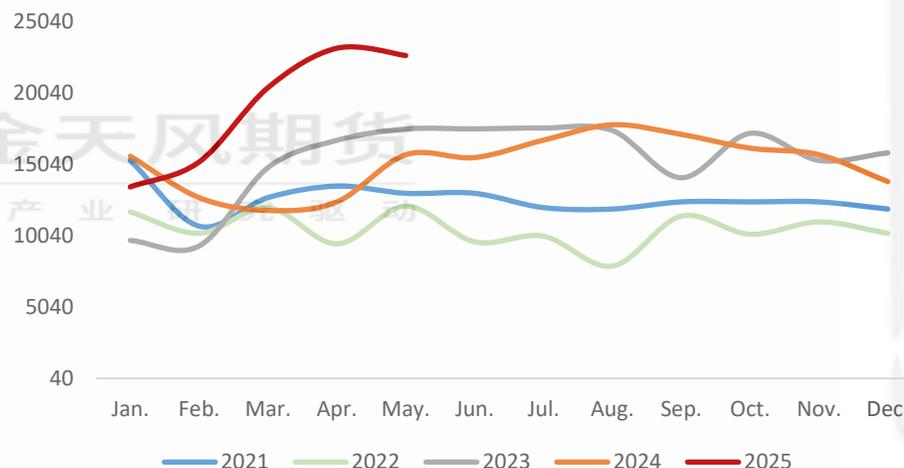
【Zn】下游初级加工库存



【Zn】热镀锌合金月产



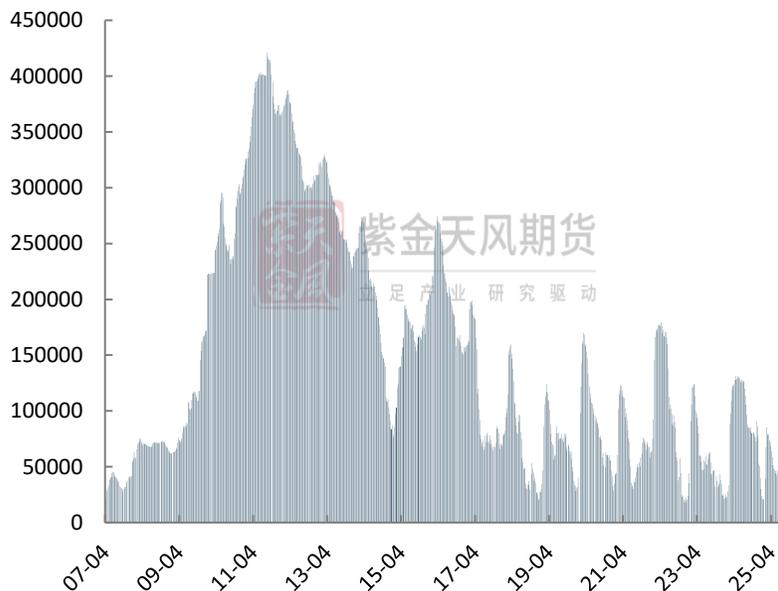
【Zn】压铸锌合金月产



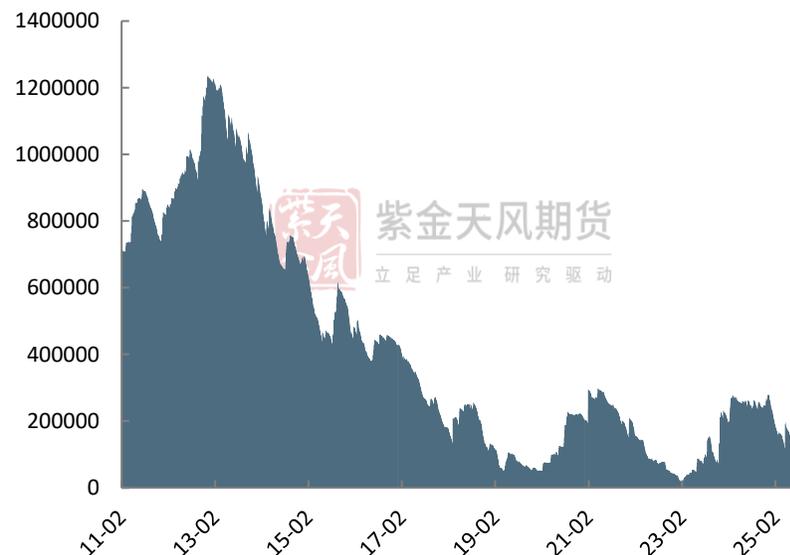
- 锌合金产能逐年扩张;
- 下行行情驱动下游库存意愿;
- 更多的库存从社库转移至初端/终端

迟迟未见的累库

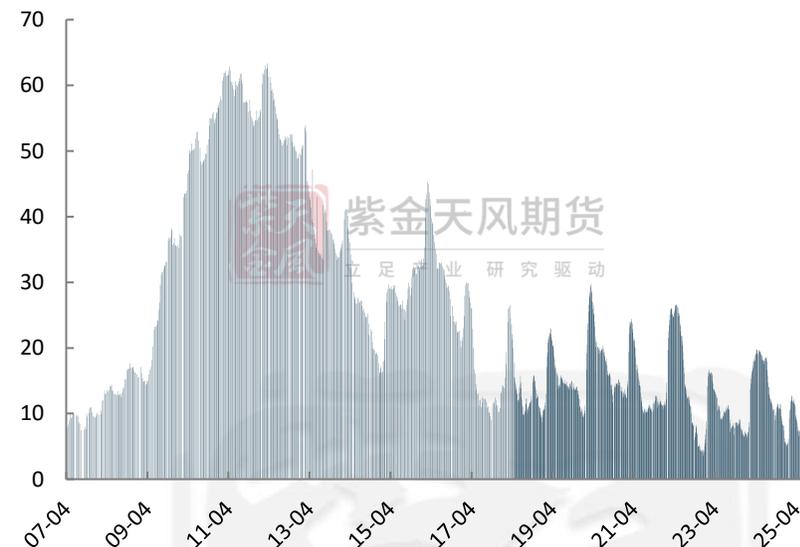
【Zn】SHFE锌锭库存



【Zn】LME锌锭库存



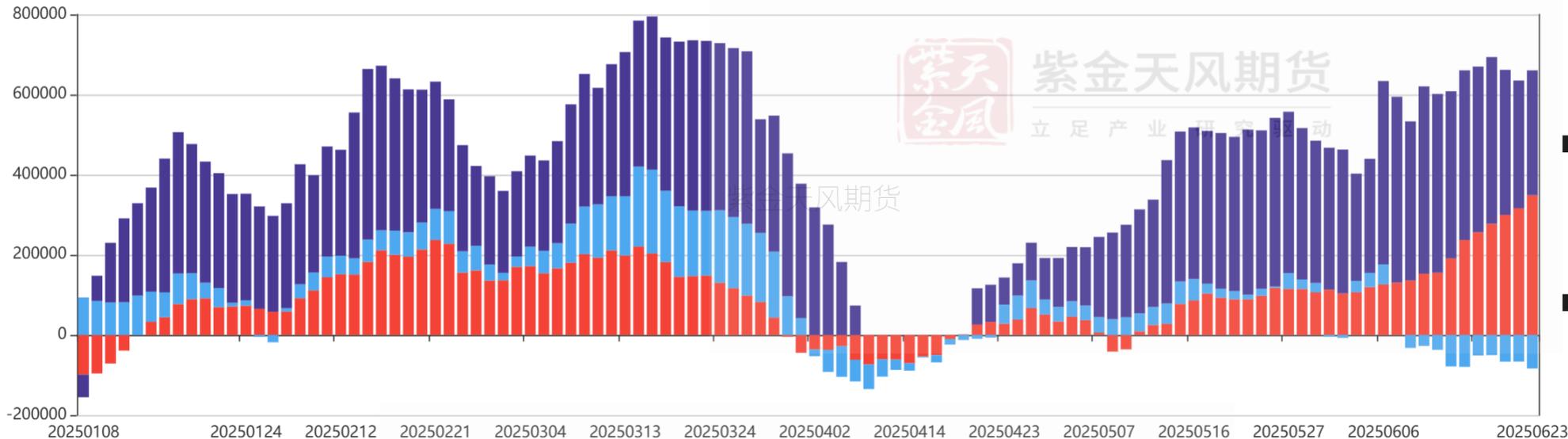
【Zn】锌锭三地库存



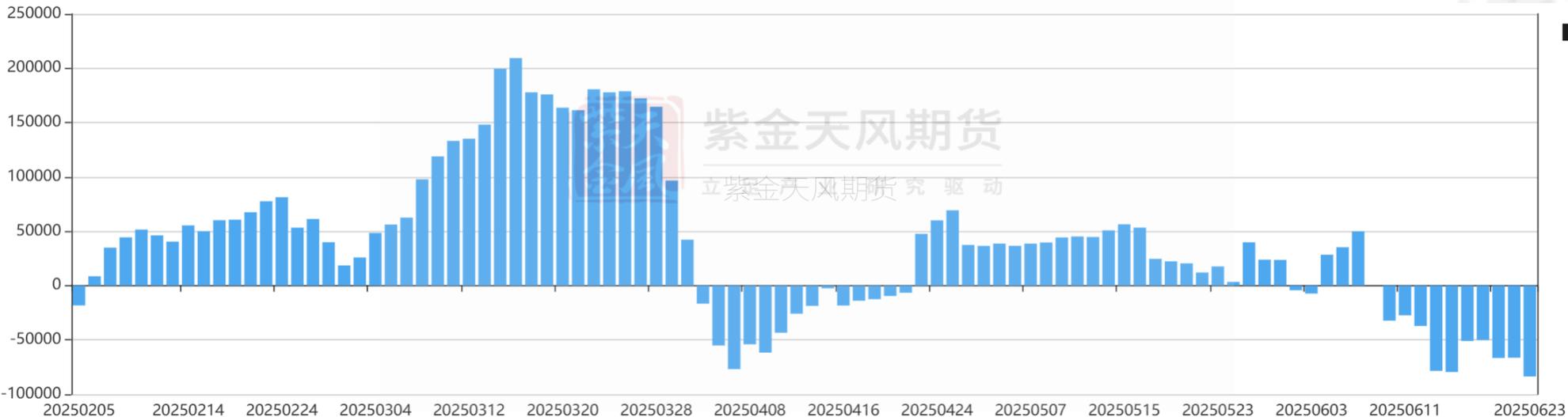
- 伴随产业链结构自发的调整，产业中的库存都很难出现明显的累积，绝对库存的上限被大大压缩，低库存或成常态。

海外样本资金持仓/货值

【Zn】海外样本资金分品种货值追踪-铜、铝、锌



【Zn】海外样本资金分品种货值追踪-锌



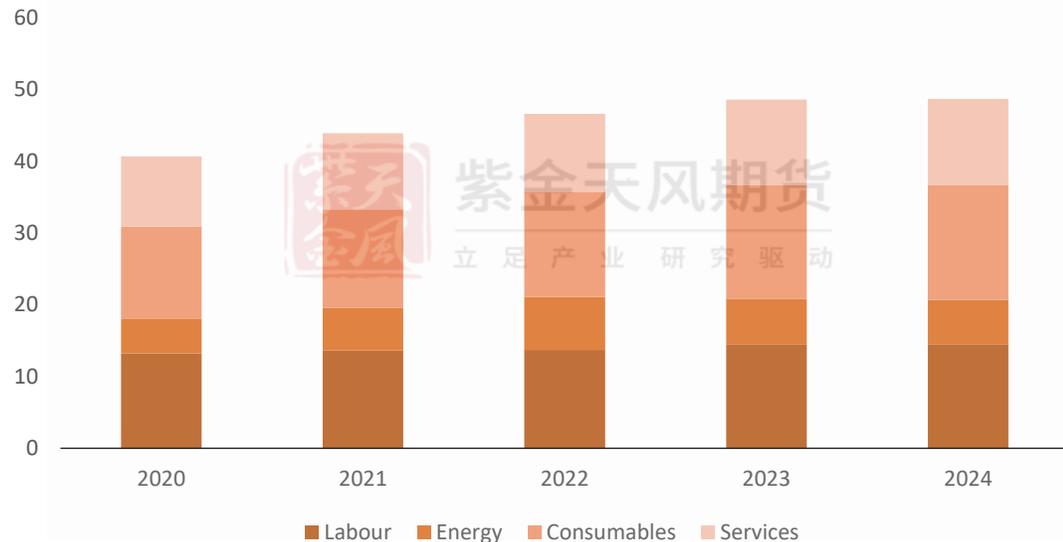
- 今年以来，海外样本资金在有色品目上的配置呈现分化，铜铝多配，锌空配；
- 无论是基本面的矛盾（供需结构）、还是宏观扰动（地域冲突 + 关税问题）都对有色金属绝对价格带来支撑；
- 一方面，有色品目整体建议多配；另一方面，根据各细化品目的基本面强弱，跨品种套利同样值得参考（基本面强弱：铜 > 铝 > 锌）。

H2关注重点

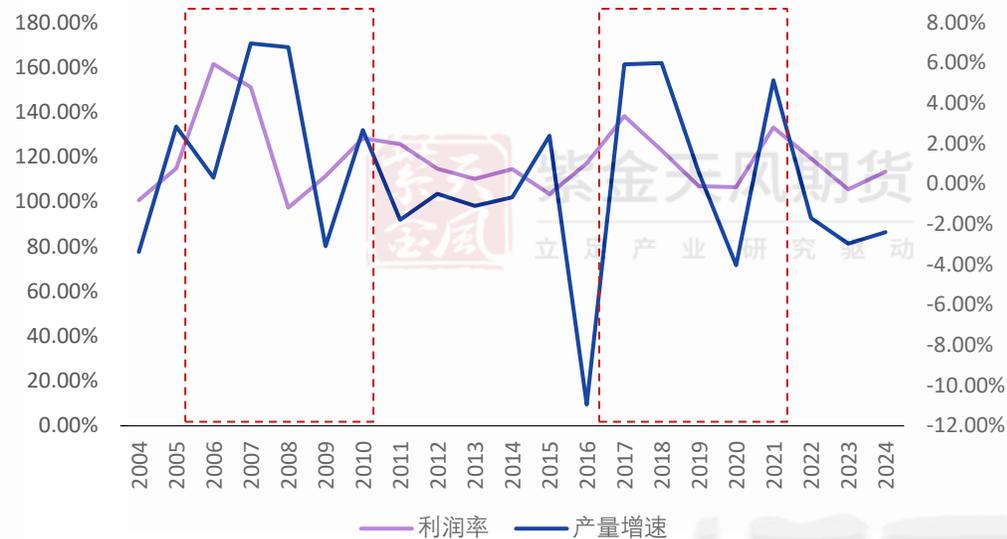
主题

原料的顺畅能否持续？

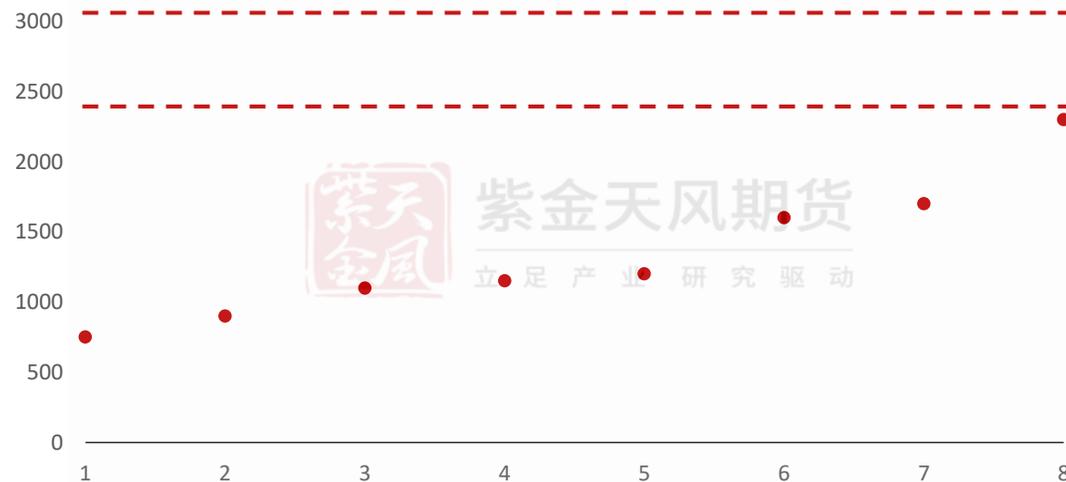
【Zn】 矿山生产成本 (c/lb)



【Zn】 矿山利润率及增速 (%)



【Zn】 部分新增项目现金成本 (美元/吨)



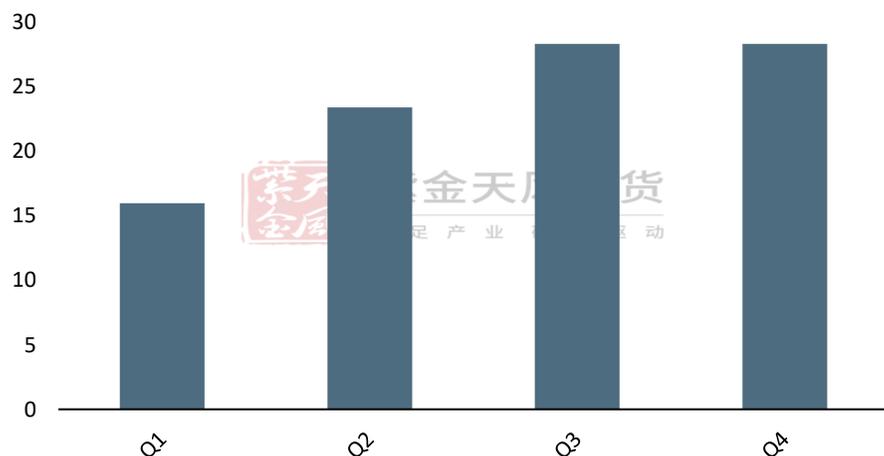
- 从成本的角度考虑：矿山成本已不再增加；
- 从利润的角度考虑：高利润率往往意味着高产量增速，且有1-2年滞后；
- 从新增项目的成本与利润综合考虑：成本均低于90%分位的C1现金成本，当前锌价也能提供足够利润。

加工费的修复预期

【Zn】2025年全球锌精矿增量指引（万吨）

国家	公司	矿山	2024	2025E	备注
Peru	嘉能可/托克/必和必拓/三菱	Antamina	-16	20	开采计划调整
Congo	Lvanhoe & Gecamines	Kipushi	6	10	选矿厂于6月试生产，年产27万吨锌精矿
Russia	Ozernoye LLC	Ozernoye	5	10	投产进度推迟至2024Q3
Ireland	Boliden	Tara	5	10	2024Q4复产
Bosnia	Adriatic	Vares	3	5	2023/11投产，目前爬产中
Portugal	Almina Minas	Aljustrel	-7.5	5	根据最新产量指引上调增量
Mexico	Southern Copper/Grupo mexico	Buenavista	5.4	3.5	2024Q1 二期投产
Mexico	Newmont	Penasquito	15	2	2023/06罢工，2023/10复产
Australia	MMG	Dugald River	1.5	1.5	矿山复产
合计				67	

【Zn】2025年原料投放进度（万吨）



- 25年的海外增量较为可观，主要来自于产量释放、矿山复产和采矿计划调整，理论增量约70万吨；
- 今年的主要增量在海外，国内增量十分有限（火烧云、银瓶口）；
- 从投放进度来看，Q2后原料供应加速；
- 原料加速带动tc上行，但是考虑到目前部分进口矿也以国内tc计价，拐点可能不显著。

定量与定性：锌的预期兑现到了哪一步？

定量来看：

- 原料的问题已经基本解决，考虑副产品利润，3500元/吨的加工费能给到炼厂较充裕的复产激励；
- 国内的复产预期已初步兑现，3月份锌锭产量或同比增加8万吨，后续或维持57-58万吨的月产；
- 海外的减产预期已开始兑现，hobart宣布减产1/4，低Benchmark背景下，海外炼厂仍有减量预期；
- 全年的终端需求呈现结构化调整，上半年消费增速3%左右，下半年或考验需求的韧性；

定性来看：

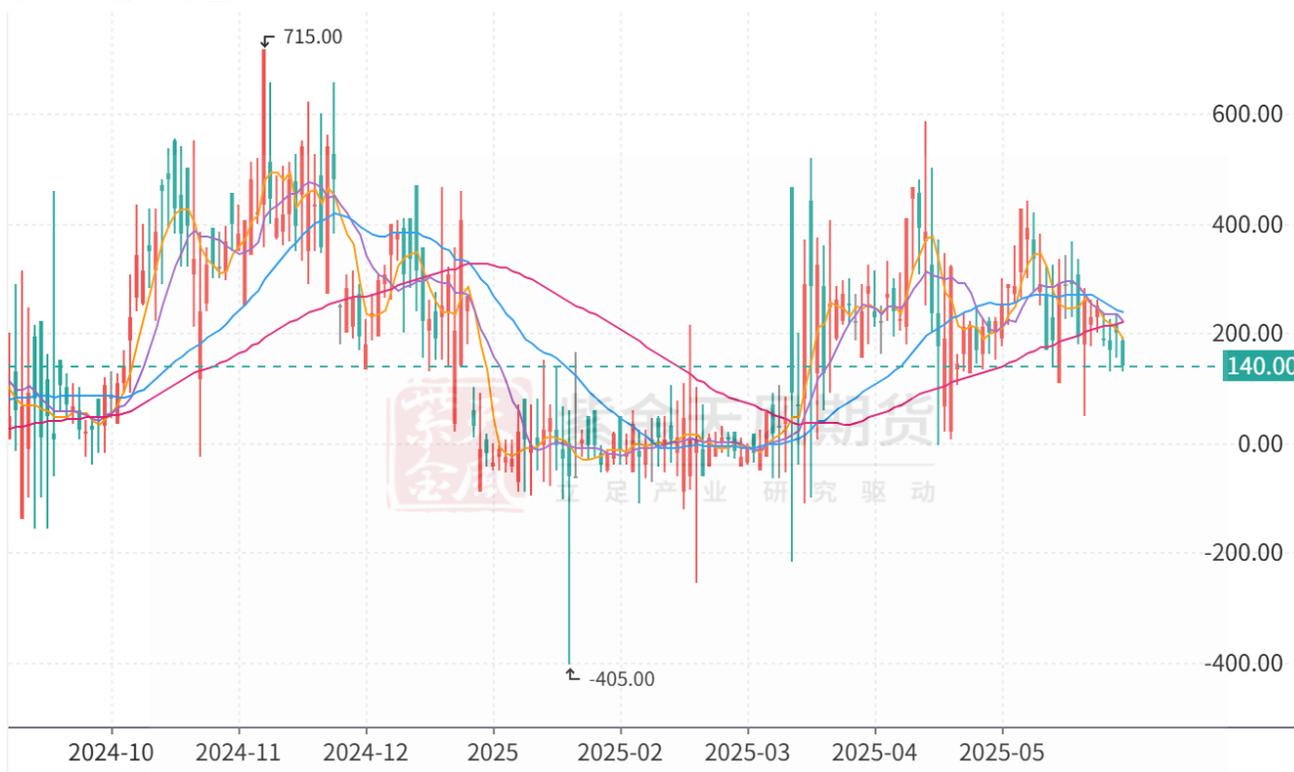
- 今年发生地域冲突的可能性显著高于往年，锌精矿的主产区位于大洋洲、南美洲和东亚，地域冲突对锌原料的影响稍弱于其他有色品种；
- 因产业链自发的结构性调整，库存水位下行，波动降低，库存等基本面因子的影响边际减弱，沪锌的宏观属性增强。

绝对价格：从历史走势看锌的下限

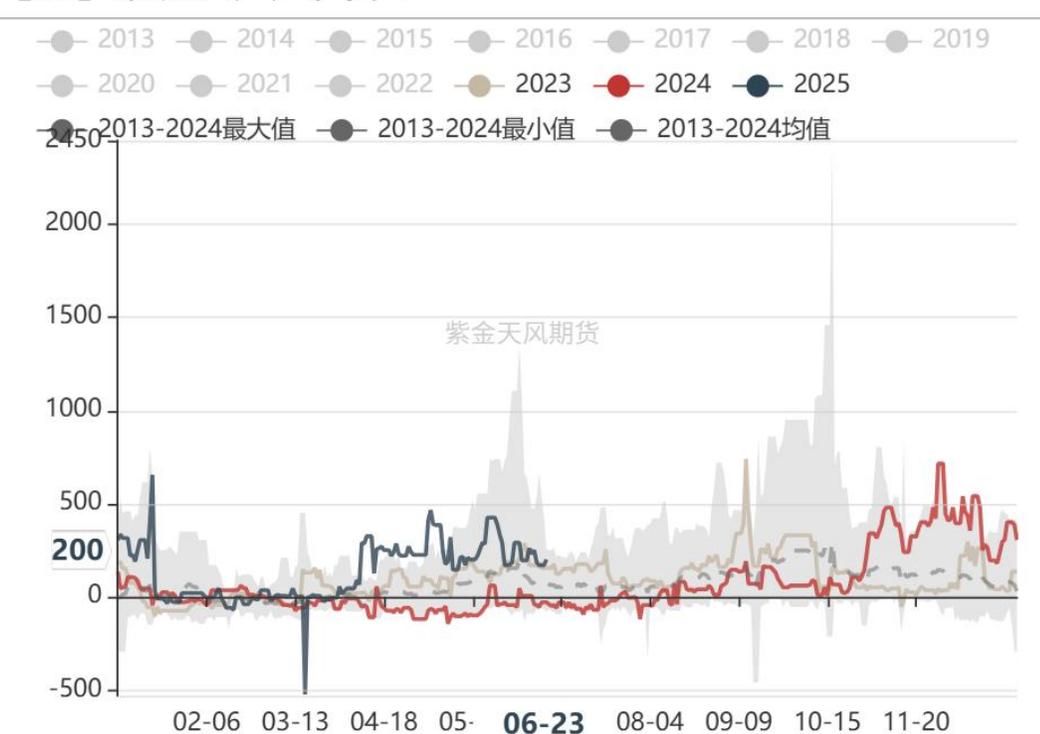


- 常规下限：矿山90%分位的C1现金成本（从矿山的角度出发）
- 边际下限：加工费触底时的价格、炼厂减产时的价格、下游采购时的价格（从产业链的角度出发）

【Zn】连一月差

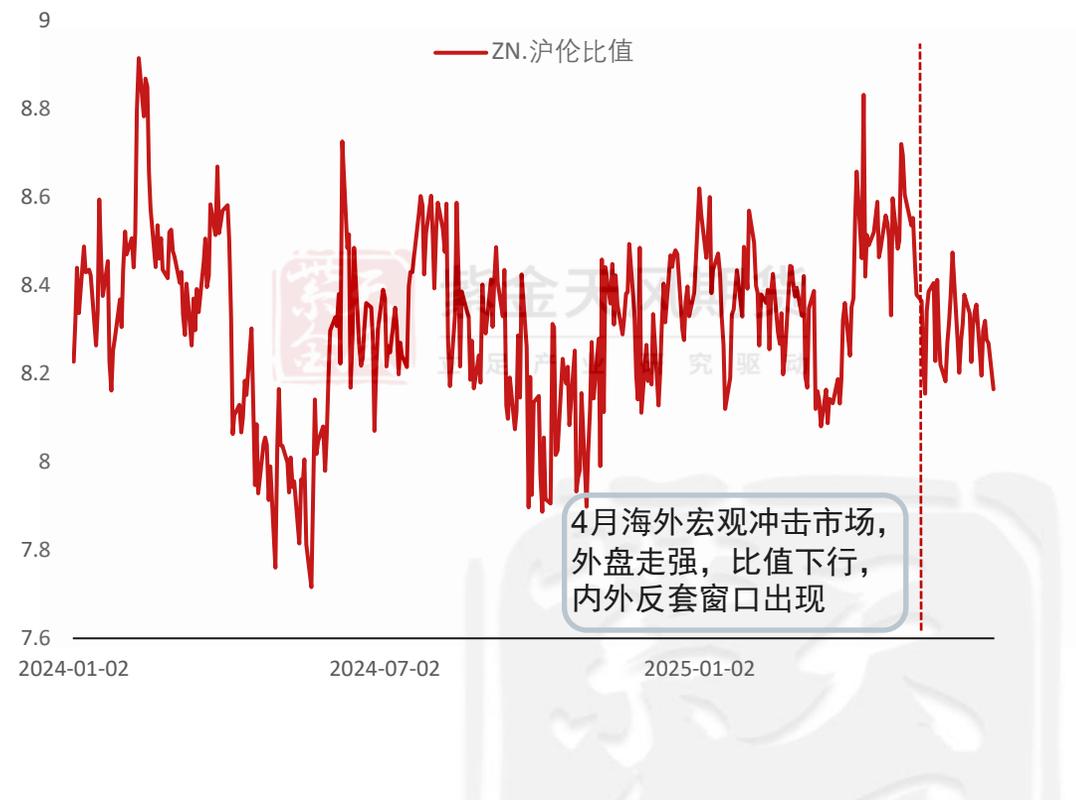


【ZN】锌月差（一）季节性



- 低库存 + 下游逢低采买 + 炼厂检修带动今年的高back；
- 月差上，关注原料端扰动/复产增量超预期/消费淡旺季带来的结构性机会。

比值



- 上半年：宏观冲击驱动内外反套机会
- 下半年：海外炼厂减产预期+国内供应放量或驱动内外正套机会

产业链梳理

主题

全年的原料供应预期

【Zn】2025年全球锌精矿增量指引（万吨）

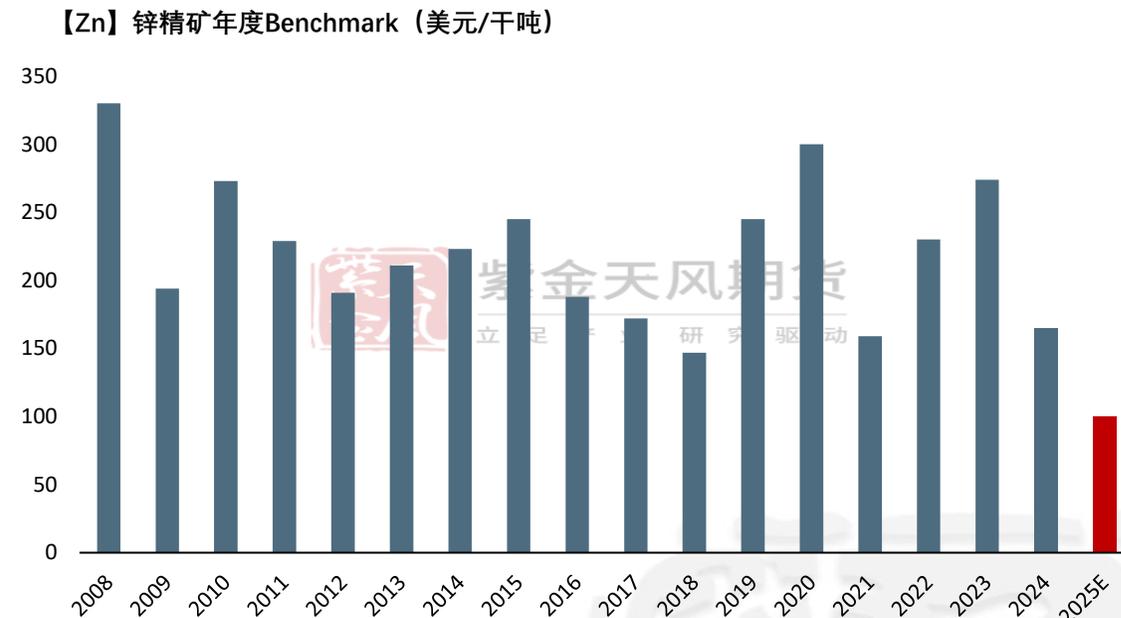
国家	公司	矿山	2024	2025E	备注
Peru	嘉能可/托克/必和必拓/三菱	Antamina	-16	20	开采计划调整
Congo	Lvanhoe & Gecamines	Kipushi	6	10	选矿厂于6月试生产，年产27万吨锌精矿
Russia	Ozernoye LLC	Ozernoye	5	10	投产进度推迟至2024Q3
Ireland	Boliden	Tara	5	10	2024Q4复产
Bosnia	Adriatic	Vares	3	5	2023/11投产，目前爬产中
Portugal	Almina Minas	Aljustrel	-7.5	5	根据最新产量指引上调增量
Mexico	Southern Copper/Grupo Mexico	Buenavista	5.4	3.5	2024Q1二期投产
Mexico	Newmont	Penasquito	15	2	2023/06罢工，2023/10复产
Australia	MMG	Dugald River	1.5	1.5	矿山复产
合计				67	

【Zn】2024年国内锌精矿新增产量预测（万吨）

公司	省份	矿山名称	2025E
信发集团	新疆	火烧云	5.00
江西铜业	江西	银珠山	2.00
驰宏锌锗	西藏	鑫湖矿业	1.00
合计			8.00

- 25年理论原料增量较为可观，从目前的项目进度和矿山成本来看，兑现比例或高于历年。

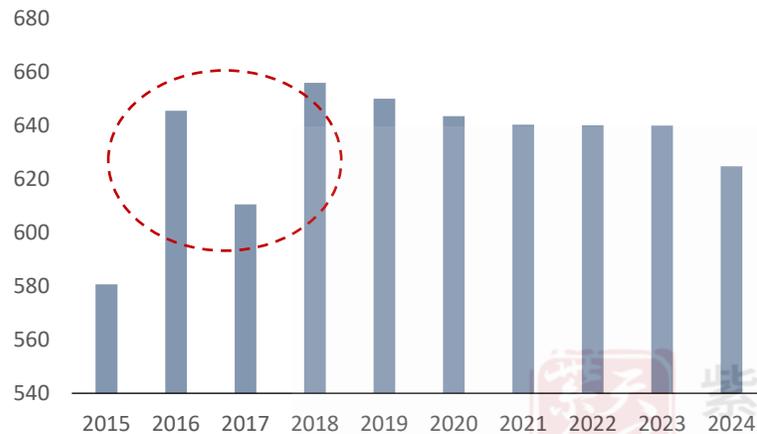
低Benchmark下的海外减产预期



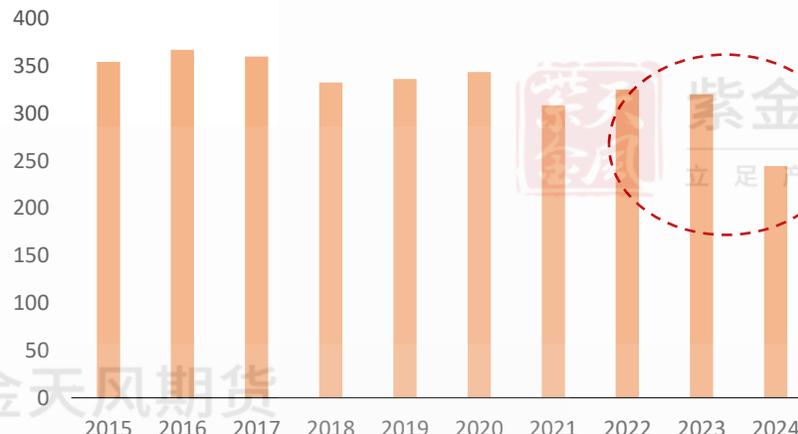
- 进口加工费：从年后的反弹幅度上来看，外盘明显弱于内盘，主要原因或为海外炼厂没有大面积减停产、原料项目尚未完全供应增量；目前海外的矿冶矛盾明显强于国内。
- 今年的Benchmark：88美金附近，海外炼厂成本较高，或存在小幅减产的可能性。

哪些海外炼厂容易发生减产?

【Zn】韩国-Onsan Zn-Pb 产量 (万吨)



【Zn】韩国-Seakpho 产量 (万吨)



【Zn】加拿大-Vallerfield 产量 (万吨)



【Zn】法国-Auby 产量 (万吨)



【Zn】意大利-Porto Vesme 产量 (万吨)



【Zn】Benchmark (美元/吨)



全球锌精矿平衡

锌		全球锌精矿平衡（单位/万吨）					
分项/时间	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
全球总产量	1266.70	1219.47	1269.55	1251.09	1224.65	1180.61	1228.00
-海外产量	704.10	641.14	687.84	654.07	602.49	626.31	666.00
-中国产量	562.59	578.33	581.71	597.02	622.16	554.30	562.00
全球净出口	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
-海外净出口	145.00	174.00	166.00	188.00	220.00	188.00	200.00
-中国净出口	-145.00	-174.00	-166.00	-188.00	-220.00	-188.00	-200.00
全球总需求	1224.79	1241.85	1248.18	1201.86	1240.65	1189.40	1227.00
-海外需求	684.11	686.23	693.05	640.46	646.53	629.27	640.00
-中国需求	540.67	555.62	555.13	561.40	594.13	560.13	587.00
全球锌矿平衡	41.91	-22.38	21.37	49.23	-16.00	-8.78	1.00
全球产量同比	-	-3.73%	4.11%	-1.45%	-2.11%	-3.60%	4.01%
-海外产量同比	-	-8.94%	7.28%	-4.91%	-7.89%	3.95%	6.34%
-中国产量同比	-	2.80%	0.59%	2.63%	4.21%	-10.91%	1.39%
消费同比	-	1.39%	0.51%	-3.71%	3.23%	-4.13%	3.16%
-海外消费同比	-	0.31%	0.99%	-7.59%	0.95%	-2.67%	1.71%
-中国消费同比	-	2.76%	-0.09%	1.13%	5.83%	-5.72%	4.80%

- 产量方面，预估25年新增锌精矿47万吨，同比增速4.01%；其中海外新增产量40万吨，国内小增8万吨；
- 消费方面，伴随加工费上行，国内炼厂复产更加积极，上调国内原料需求，预估2025年全球矿端呈现紧平衡。

欧洲：需求前景边际改善

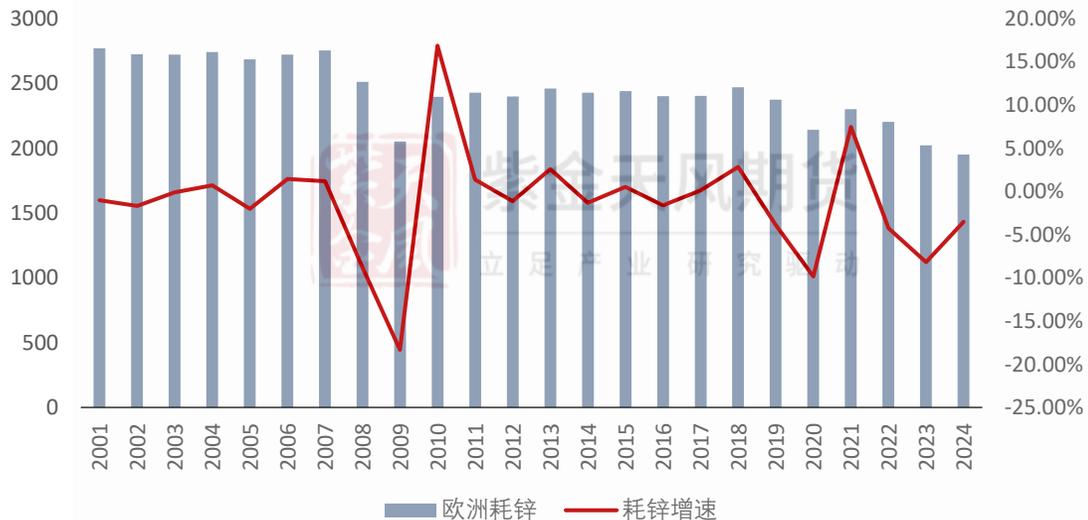
【Zn】欧洲工业指数



【Zn】欧洲营建产出



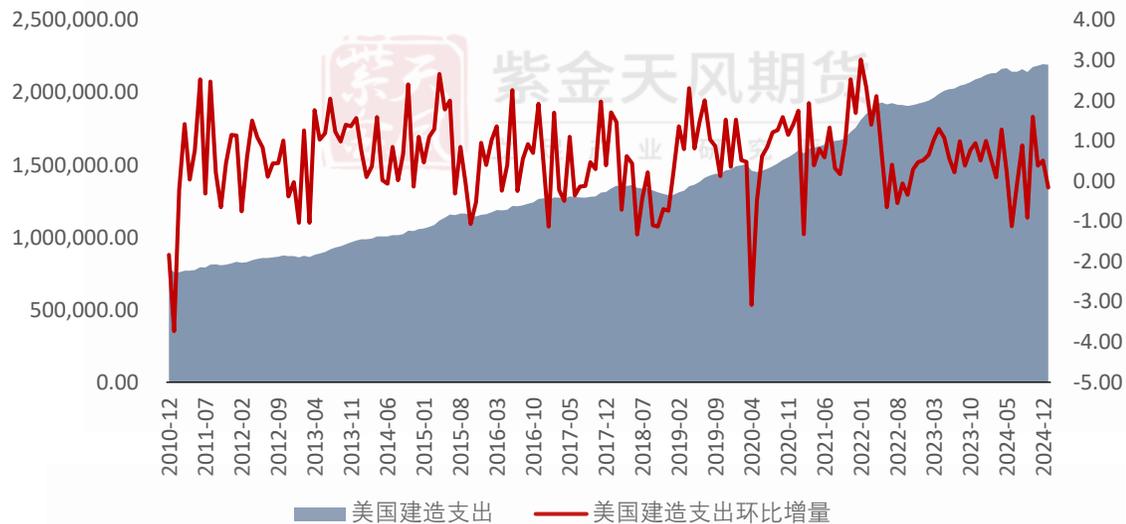
【Zn】欧洲耗锌及增速



- 欧洲工业指数和营建产出环比改善，需求前景向好。
- 预计2025年欧洲整体锌锭需求同比24年小幅增加。

美国：锌锭消费具备韧性

【Zn】美国建造支出



【Zn】美国制造业



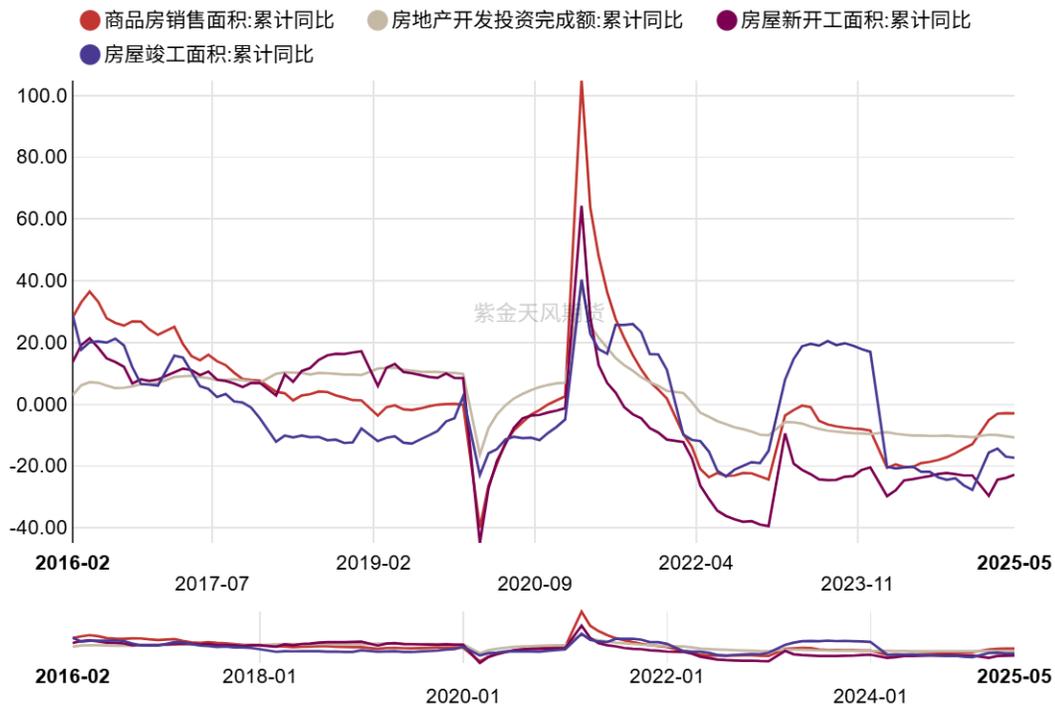
【Zn】美国耗锌及增速



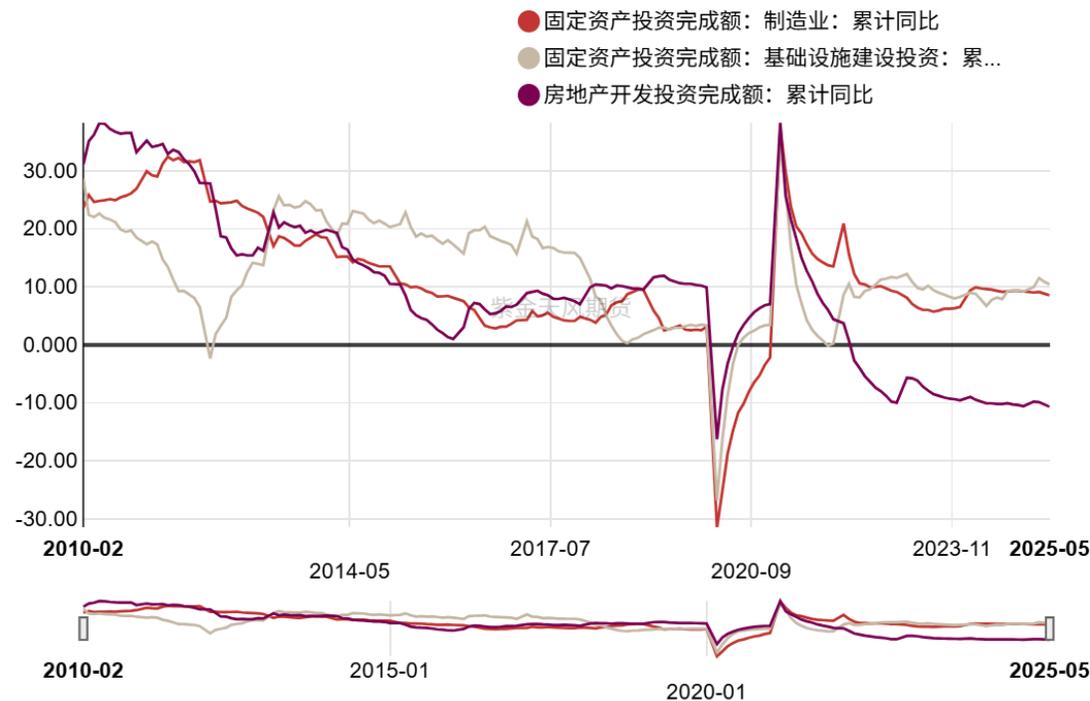
- 美国的锌需求预计将受到再工业化的推动，设备投资走扩，工业需求走强，美国锌消费具备韧性，但同时也面临贸易政策的不确定性。
- 预计2025年美国整体锌锭需求同比24年增长1.5%。

增与减的平衡：基建与地产板块边际放缓

【ZN】房地产情况 (%)



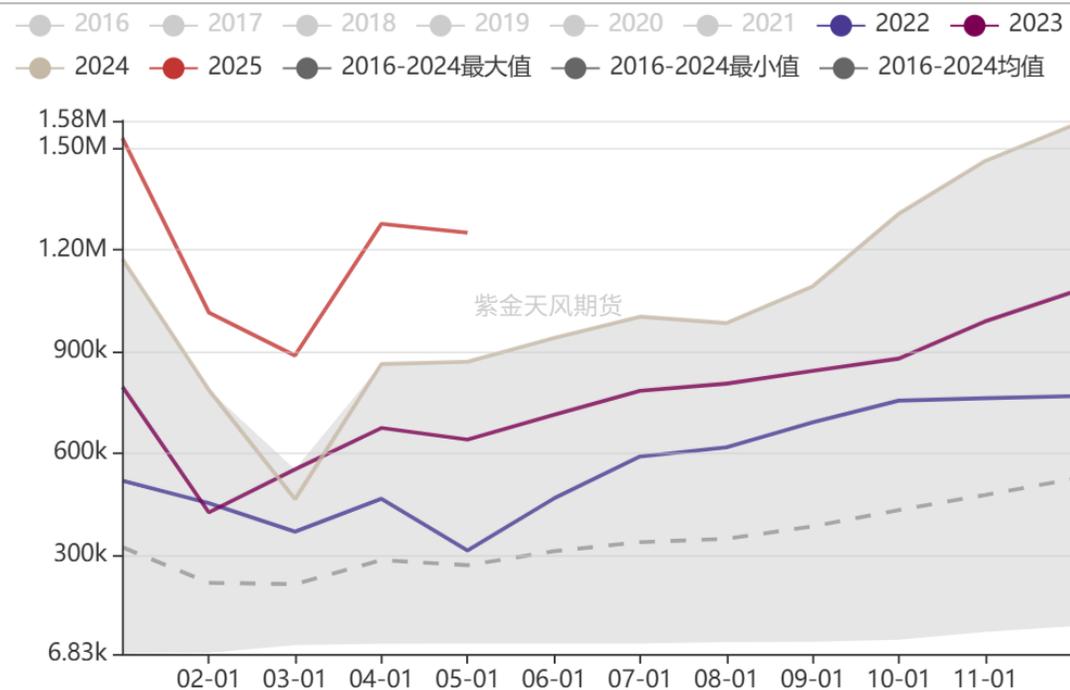
【AU】中国房地产投资、基建投资、制造业投资比较



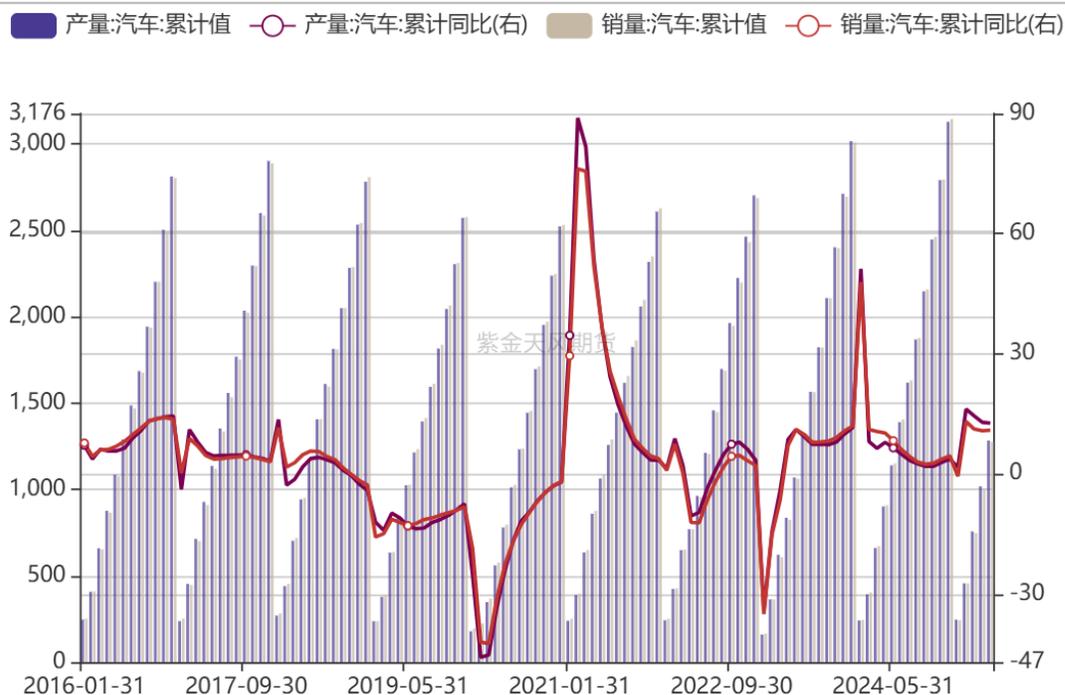
- 基建板块，投资结构有所转变，传统行业投资增速下滑，消费边际增速放缓，新兴领域更受重视，预计年内基建用锌增速为5%；
- 基建投资增速维持基本盘，房地产减量边际放缓，我们下调房地产板块用锌减量至-15%。

增与减的平衡： 交运板块继续贡献增量

【CU】 中国新能源车产量-季节性



【ZN】 汽车产销及增速 (万辆, %)



- 预计2025年全年汽车销量有望达到3250万辆，同比增长3.8%左右。其中，乘用车销量增长3.6%左右，商用车销量增长5.3%左右。新能源汽车销量有望突破1500万辆，增长20%左右。

锌	全球精炼锌平衡（单位/万吨）					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
分项/时间	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
全球总产量	1368.37	1385.28	1334.84	1382.06	1338.16	1384.25
-海外产量	750.40	757.29	706.16	716.59	704.43	714.25
-中国产量	617.97	627.99	628.69	665.47	633.73	670.00
全球净出口	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
-海外净进口	-51.00	-42.90	0.20	-37.10	-43.30	-30.00
-中国净进口	51.00	42.90	-0.20	37.10	43.30	30.00
全球总需求	1364.20	1399.39	1358.41	1361.49	1344.68	1359.00
-海外需求	699.20	714.39	706.41	679.49	662.68	670.00
-中国需求	665.00	685.00	652.00	682.00	682.00	689.00
全球锌锭平衡	4.17	-14.11	-23.56	20.57	-6.52	25.25
-海外平衡	0.20	0.00	-0.05	0.00	-1.55	14.25
-中国平衡	3.97	-14.11	-23.51	20.57	-4.97	11.00
全球产量同比	0.52%	1.24%	-3.64%	3.54%	-3.18%	3.44%
-海外产量同比	-0.58%	0.92%	-6.75%	1.48%	-1.70%	1.39%
-中国产量同比	1.89%	1.62%	0.11%	5.85%	-4.77%	5.72%
消费同比	-0.10%	2.58%	-2.93%	0.23%	-1.24%	1.07%
-海外消费同比	-0.19%	2.17%	-1.12%	-3.81%	-2.47%	1.11%
-中国消费同比	0.00%	3.01%	-4.82%	4.60%	0.00%	1.03%

- 较产量而言，预计25年海外复产10万吨精炼锌，国内复产40万吨精炼锌。海外炼厂增产可能性较低，国内产量增速5.72%。
- 较消费而言，预计全球消费增速1%，海外消费增速高于国内。



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

感谢!

THANKSFORYOURATTENTION



免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。

