



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 得过且过

2025/6/26

---

作者：刘诗瑶

联系人：周小鸥

审核：肖兰兰

从业资格证号：F3041949

从业资格证号：F03093454

交易咨询证号：Z0013951

交易咨询证号：Z0019385

邮箱：zhouxiaou@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



- 2025年全球原料供应保持修复，但增量有限，铅精矿恢复量级不及锌精矿；
- 铅自带伴生特性，考虑矿冶矛盾需要兼顾伴生金属的价格，今年白银和锌的走势均利于炼厂，或难以看到tc的显著上行；
- 原料供应低于原生产能，原生铅少量恢复；废电瓶供应瓶颈长期受限，再生铅受到制约；
- 欧美市场消费具备韧性，新兴市场保持高增速；国内整体增速尚可，但技术路径的更迭或挤压铅酸蓄电池的需求；
- 绝对价格上，预计全年铅价以窄幅震荡为主，下半年走势前低后高；
- 策略上，建议锚定炼厂综合成本，逢低做多；同时关注阶段式的结构性交易机会。



矿山端

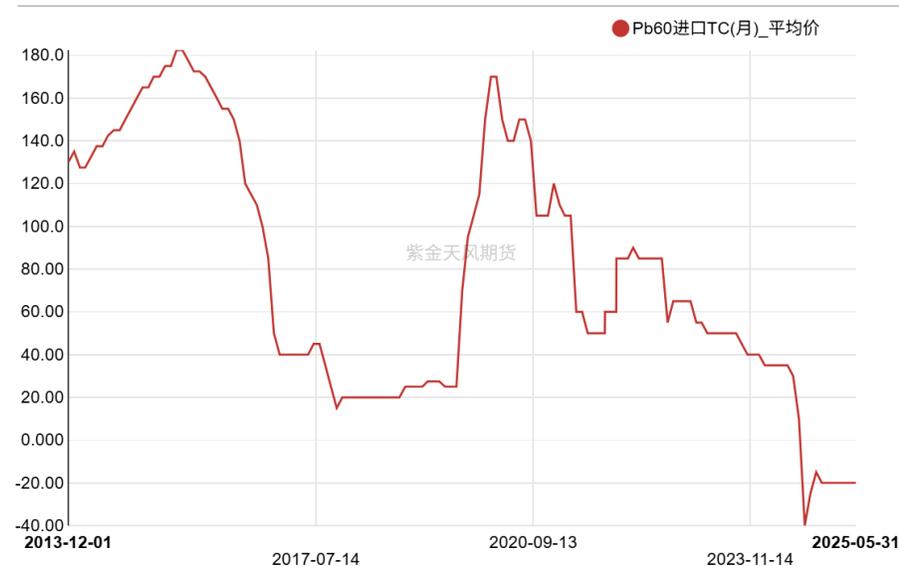
主题

# 铅精矿-全球：品位下行与突发扰动带来供应不畅

【Pb】2025Q1海外矿企/矿山生产情况（万吨）

矿企/矿山名称	2024Q1	2025Q1	同比增长
Pan American Silver	4.60	6.70	45.65%
Volcan	11.20	16.10	43.75%
Silvercorp	5.70	7.40	29.82%
Teck	41.90	48.00	14.56%
Lundin Mining	8.40	9.60	14.29%
Glencore	43.80	49.90	13.93%
Boliden	11.90	12.10	1.68%
Fresnillo plc	14.90	15.00	0.67%
Penoles	21.40	19.50	-8.88%
Newmont	28.00	22.00	-21.43%
MMG	11.40	8.70	-23.68%
Buenaventura	5.20	3.80	-26.92%
South 32	24.80	17.70	-28.63%
Nexa	18.20	12.70	-30.22%
Total	251.40	249.20	-0.88%

【PB】进口铅精矿月度TC（美元/千吨）



- Q1的原料供应偏紧，主要原因为部分矿山的品位下行与突发的事件扰动；
- 品位下行带来的减量：Red Dog、Boliden、Nexa；
- 突发扰动带来的减量：嘉能可、Dugald River、Pasco、Vares、Penoles；

# 铅精矿-海外：2025年增量较为乐观

【Pb】2025年全球铅精矿增量预测（万吨）

公司	国家	矿山名称	预期增量	备注
Ozernaya	俄罗斯	Ozernaya	2.00	项目爬产
Buenaventura	秘鲁	Yumpag	2.00	项目爬产
Adriatic metals	波黑	Vares	1.20	项目爬产
Galena	澳大利亚	Abra	1.10	项目爬产
Boliden	爱尔兰	Tara	0.90	项目复产
Kazzinc	哈萨克斯坦	Zhairem	0.80	项目爬产
penoles	墨西哥	Juancipio	0.70	项目爬产
Nexa	巴西	aripuana	0.70	项目爬产
Lundin	葡萄牙	Neves Corvo	0.60	项目扩建
Boliden	瑞典	Kristineberg	0.50	项目爬产
Vedanta	南非	Gamsberg	0.40	项目扩建
UMMC	俄罗斯	Korbalikhinsky	0.50	项目爬产
Hecla	美国	Lucky Friday	0.30	项目复产
penoles	墨西哥	tizapa	0.10	项目复产
South 32	澳大利亚	Cannington	-0.30	品位下行
Buenaventura	秘鲁	Tambomayo	-0.3	下调产量
	合计		11.20	

■ 上半年，原料出现disruption的频率较多，但影响量级较小，原料供应相对稳定，25年或仍有10万吨的增量供应。

■ 2025年重点新增投产项目在俄罗斯Ozernaya、秘鲁的Yumpag、波黑的Vares和澳大利亚的Abra，预计以上4座矿山贡献全年铅精矿增量的60%。

# 铅精矿-国内：火烧云项目仍为主要增量

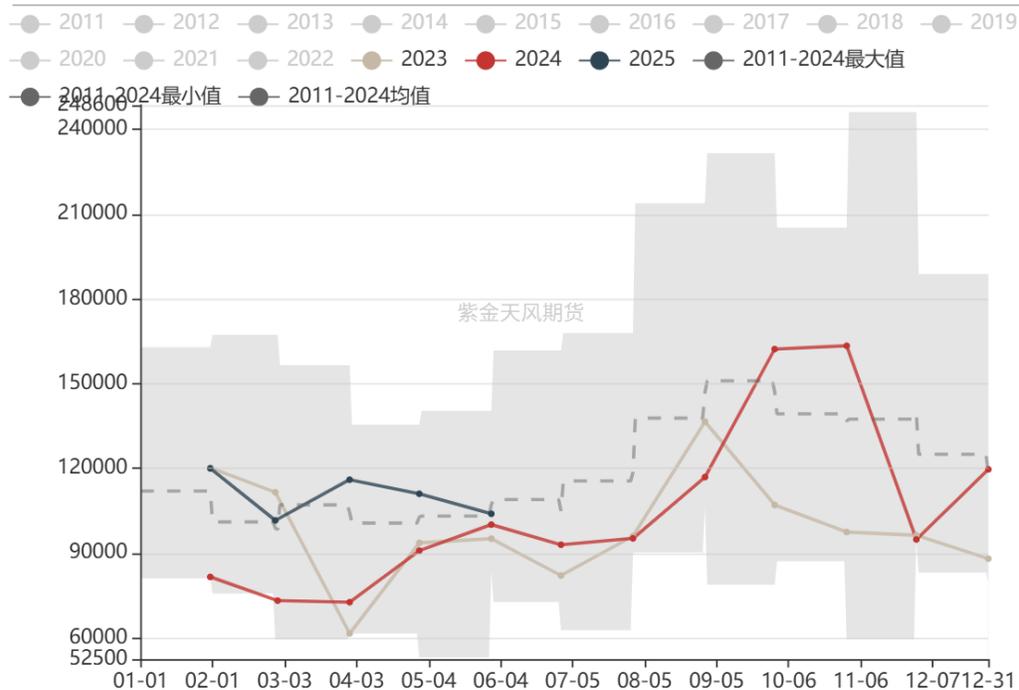
## 【Pb】国内铅精矿增量预测（万吨）

地区	矿山名称	预计增量	备注
新疆	火烧云	2.00	项目爬产
内蒙	获各琦铜矿	1.00	项目技改
云南	兰坪铅锌矿	1.00	项目建设
西藏	鑫湖矿业	0.50	项目投产
内蒙	查干矿业	0.50	项目复产
内蒙	根河森鑫	0.20	项目技改
内蒙	白银诺尔	0.20	项目扩建
江西	冷水坑银珠山	0.20	项目爬产
贵州	猪拱塘	0.20	项目爬产
内蒙	赤峰红岭	0.10	项目提产
	合计	5.90	

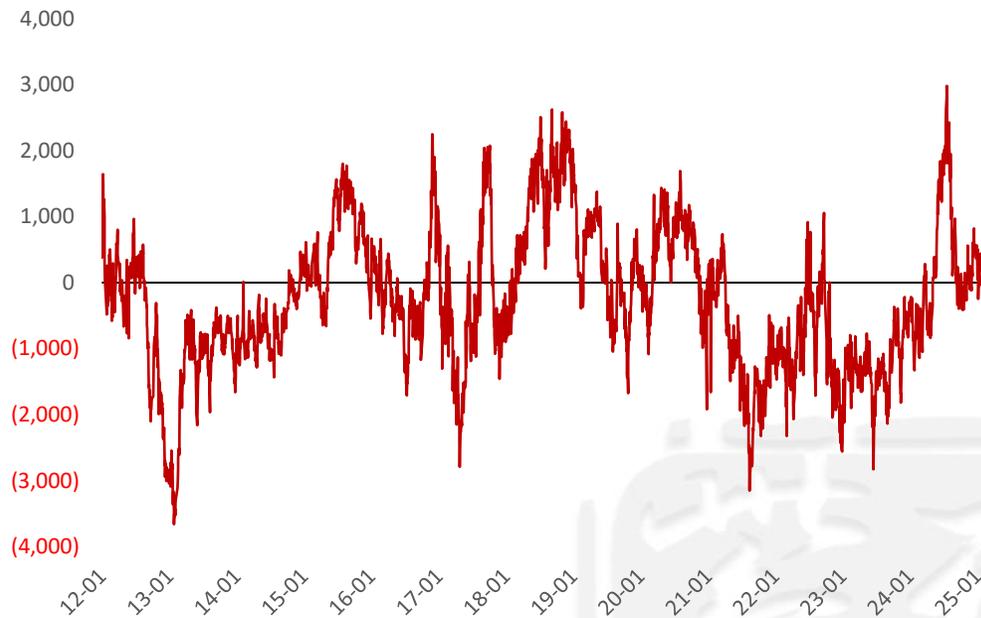
- 截至5月，国内新增项目贡献产能，整体原料供应相对顺利。
- 我们维持全年理论增量6万吨的观点。主要增量来自于新疆的火烧云项目。该项目已有部分原矿产出，预计Q3开始供应增量。
- 火烧云项目采用露天开采+长距离管道运输+火湿法联合冶炼的采冶方案，通过长达480公里的管道，将碎磨成矿浆后的矿石通过管道从山上直接送到冶炼厂，该方案对成本较低对环境较为友好。

# 铅精矿-贸易流动：2025年进口量环比持平

【PB】铅精矿进口量-季节性 (吨)



【PB】铅精矿进口盈亏



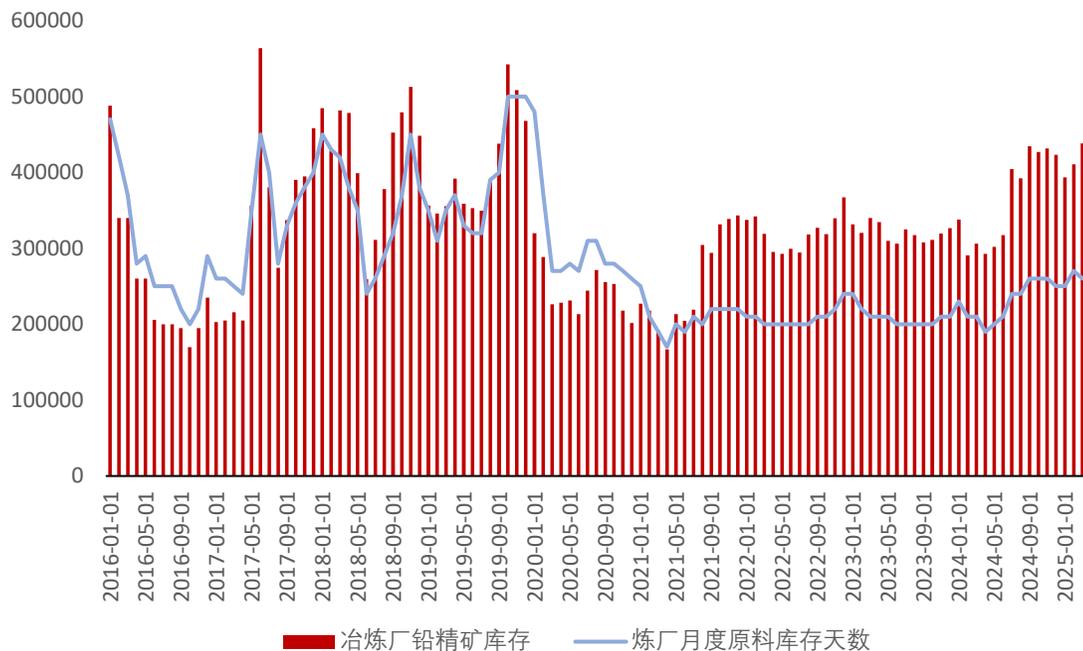
- 2025年4月铅精矿进口量11.1万实物吨，同比增幅25.8%，1-4月累计进口量为44.9万实物吨，同比增幅44.2%。
- 2025年4月银精矿进口量12.3万实物吨，同比下降11.0%，1-4月累计进口量为58.5万实物吨，同比增幅6.3%。
- 原料供应增量有限，预计全年铅精矿进口110万吨左右%。

冶炼端

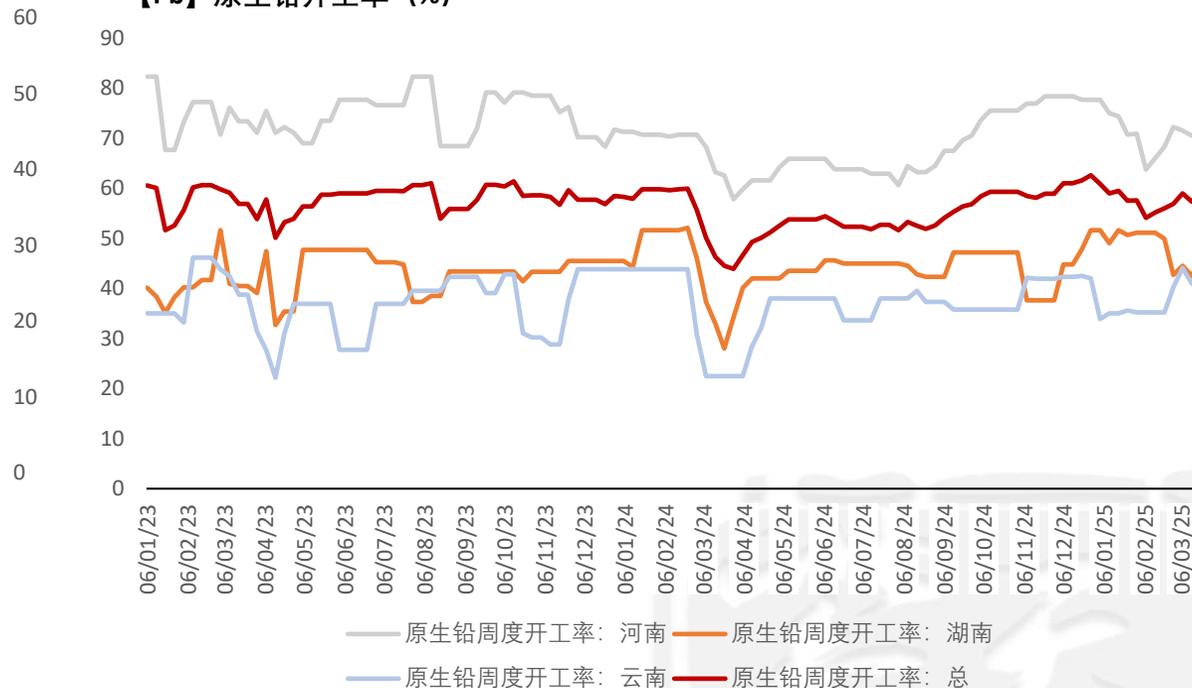
主题

# 铅冶炼-全球：加工费上行高度有限

【Pb】炼厂原料库存（万吨）



【Pb】原生铅开工率（%）



■ 2025年Q1，原料库存较高，进口补充较多，但仍未见到tc的显著上行，主要原因有两方面：

供需关系上：炼厂产能远高于原料供应量，尽管开工率走高，但仍有提升空间；

成本与利润上：今年炼厂签订的长单比例较少，多以零单计价，因此利润空间有限。

■ 因此全年tc的上限或相对有限，Q2前进口tc维持负数的可能性较高。

# 铅冶炼-原生：产量稳定，弹性较低

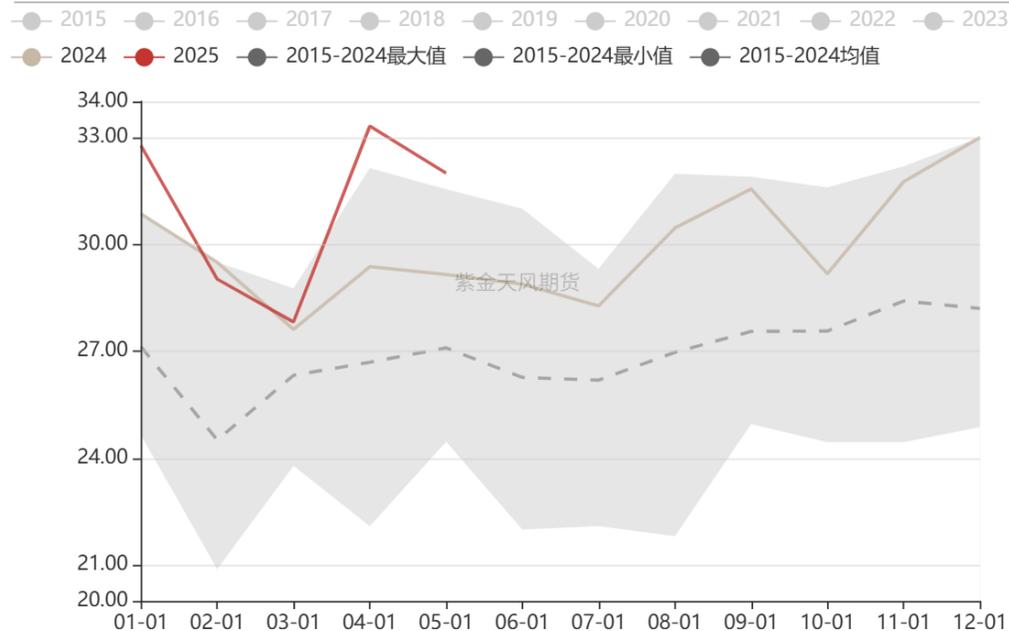
【Pb】2025年原生铅新增产能（万吨）

	公司	地区	新增产能	备注
中国炼厂	新凌铝业	河南	10	项目扩产
	西部矿业	青海	10	项目投产
	龙盛集团	新疆	5	项目投产
海外炼厂	Boliden	瑞典	1	项目复产
	Teck	加拿大	1	项目复产
	Glencore	德国	2	项目爬产
	Nyrstar	德国	2	项目复产
	Glencore	哈萨克斯坦	0.5	项目扩产

合计

31.5

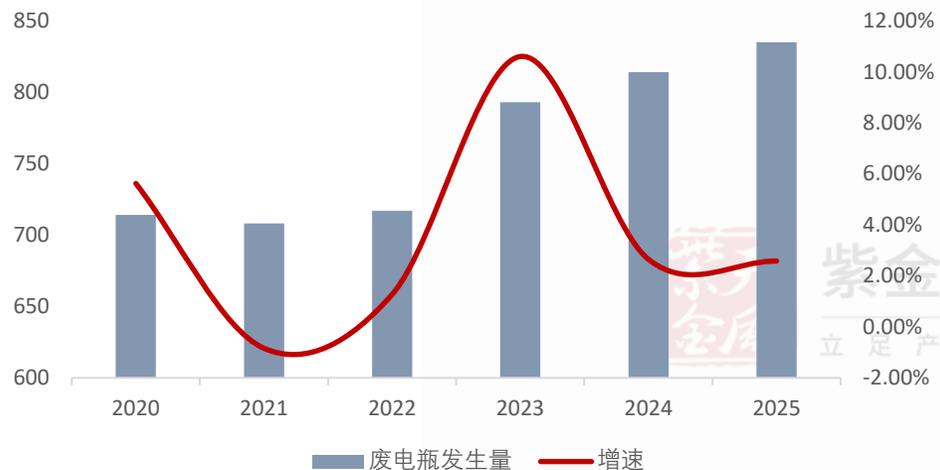
【PB】原生铅产量-季节性（万吨）



- 2025年，国内仍有新增冶炼项目投产，如新凌铝业、西部矿业、龙盛集团旗下炼厂均有新项目投产扩产，预计国内新增产能在25万吨；
- 2025年加工费高度有限，炼厂利润或长期维持低位，但历史上来看，原生铅的产量都相对稳定，弹性较低。

# 铅冶炼-再生：瓶颈受制约，弹性较高

【Pb】废电瓶发生量增速下滑明显



【Pb】再生铅利润



- 废电瓶报价持续强势的原因在于报废周期与需求缺口；
- 从报废周期的角度来看：1、电动车行业转向锂电池，废电瓶回收显著减少；2、废旧回收反向开票政策的实施，使得废电瓶回收环节的成本增加，导致回收商回收废电瓶的积极性降低；3、当前处于报废周期中供应的相对低位。
- 从需求缺口的角度来看：原生铅、再生铅产能的迅速扩张加剧了废电瓶的紧缺；

铅	全球铅精矿平衡 (单位/万吨)					
分项/时间	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
<b>全球总产量</b>	<b>448.10</b>	<b>458.80</b>	<b>444.70</b>	<b>446.70</b>	<b>452.80</b>	<b>467.00</b>
-海外产量	240.30	248.80	250.10	250.70	258.80	268.00
-中国产量	207.80	210.00	194.60	196.00	194.00	199.00
<b>全球净进口</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
-海外净进口	-120.00	-108.00	-92.50	-104.70	-110.30	-110.00
-中国净进口	120.00	108.00	92.50	104.70	110.30	110.00
<b>全球总需求</b>	<b>447.03</b>	<b>449.23</b>	<b>442.60</b>	<b>463.95</b>	<b>453.07</b>	<b>462.00</b>
-海外需求	155.69	157.58	151.36	156.95	156.86	156.00
-中国需求	291.34	291.65	291.24	307.00	296.21	306.00
<b>全球铅矿平衡</b>	<b>1.07</b>	<b>9.57</b>	<b>2.10</b>	<b>-17.25</b>	<b>-0.27</b>	<b>5.00</b>
<b>全球产量同比</b>	<b>-5.26%</b>	<b>2.39%</b>	<b>-3.07%</b>	<b>0.45%</b>	<b>1.37%</b>	<b>4.54%</b>
-海外产量同比	-7.75%	3.54%	0.52%	0.24%	3.23%	3.55%
-中国产量同比	-2.21%	1.06%	-7.33%	0.72%	-1.02%	2.58%
<b>全球需求同比</b>	<b>1.69%</b>	<b>0.49%</b>	<b>-1.48%</b>	<b>4.82%</b>	<b>-2.35%</b>	<b>1.97%</b>
-海外需求同比	2.31%	1.21%	-3.95%	3.69%	-0.06%	-0.55%
-中国需求同比	1.36%	0.11%	-0.14%	5.41%	-3.51%	3.31%

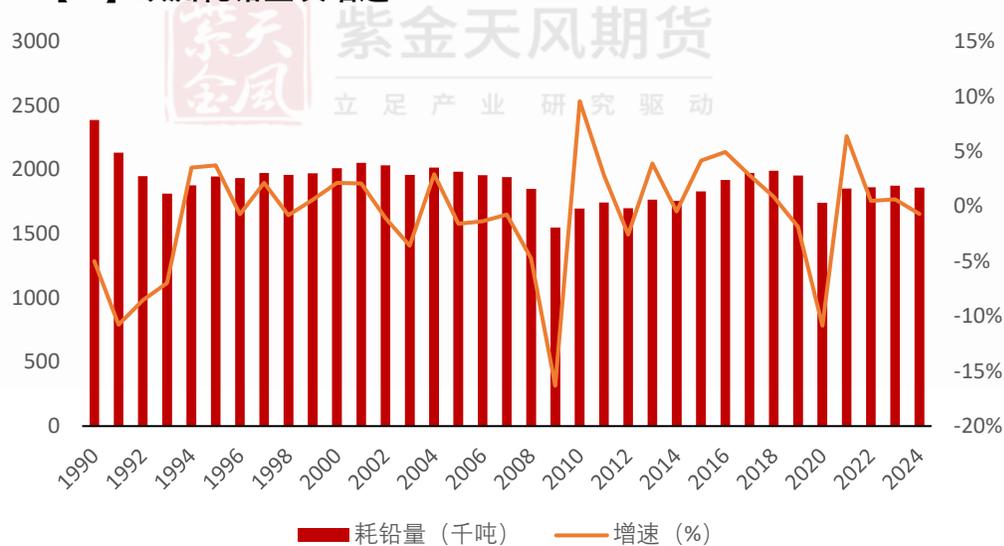
- 产量方面，预估25年新增铅精矿15万吨，其中海外新增产量10万吨，同比增速3.55%；国内新增产量5万吨，同比增速2.58%；
- 需求方面，预计25年产量有限，国内新增10万吨，预计25年铅矿轻微过剩。

需求与平衡

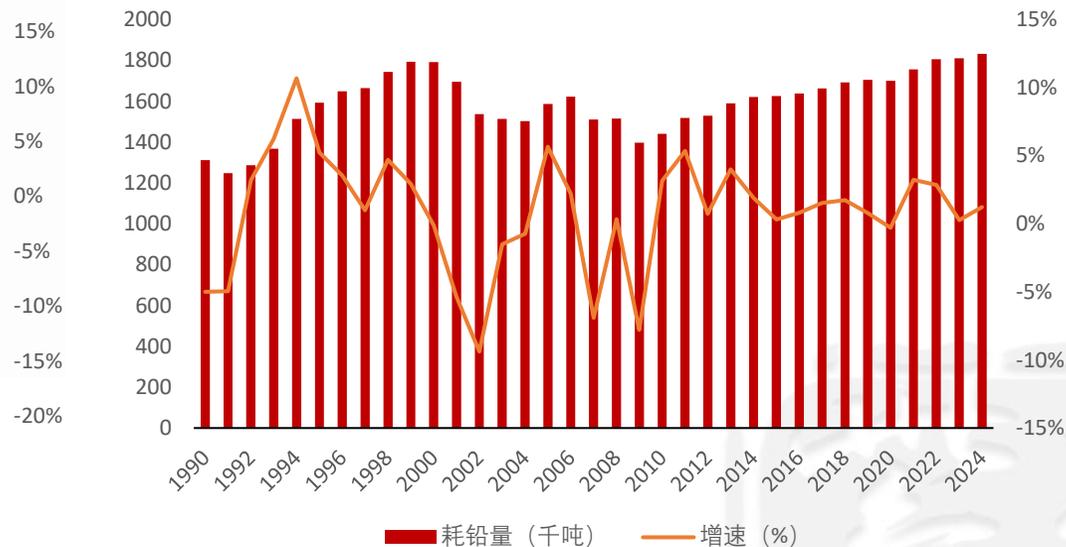
主题

# 海外需求：欧美消费高于预期

### 【Pb】欧洲耗铅量及增速



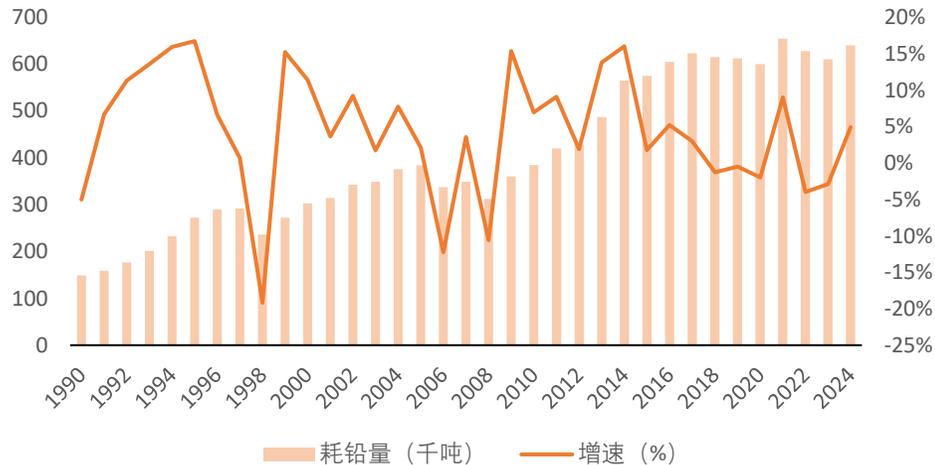
### 【Pb】美国耗铅量及增速



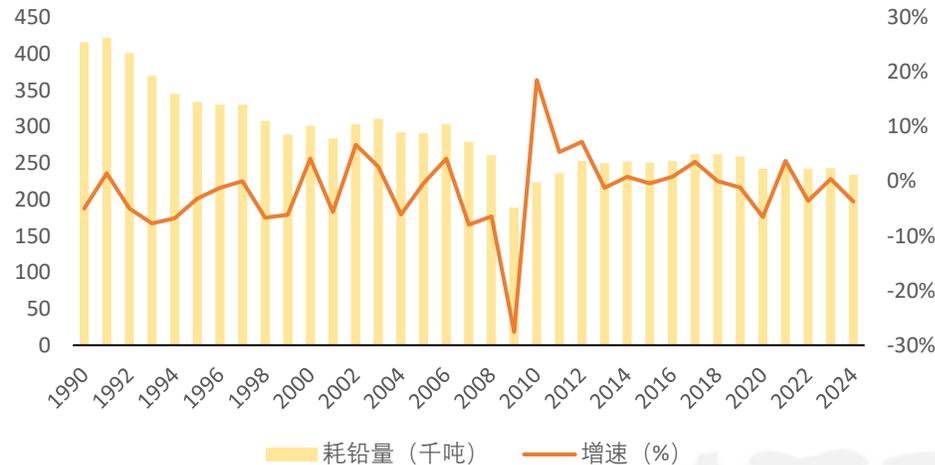
- 欧洲铅消费同比上升2.2%至46.8万吨。增量主要来自于捷克、法国、英国；
- 美洲铅消费同比上升5.1%至62万吨。增量主要来自于美国、墨西哥、秘鲁。

# 海外需求：发展中国家表现突出

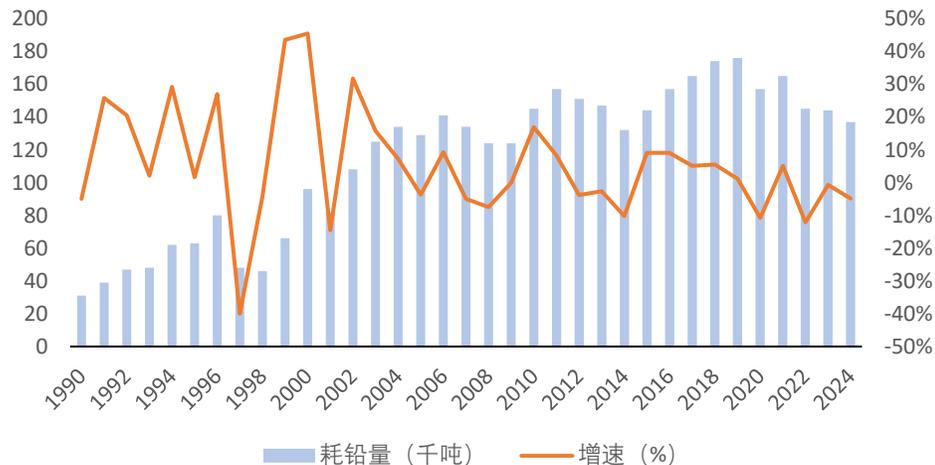
### 【Pb】韩国耗铅量及增速



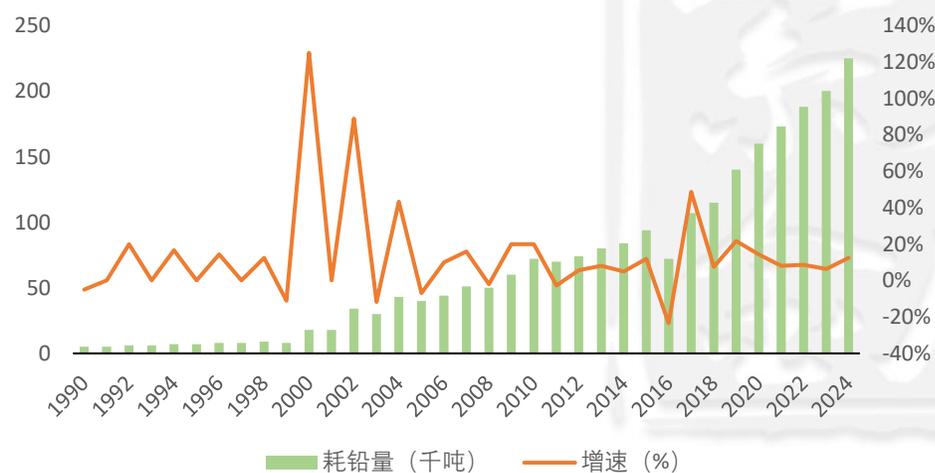
### 【Pb】日本耗铅量及增速



### 【Pb】泰国耗铅量及增速



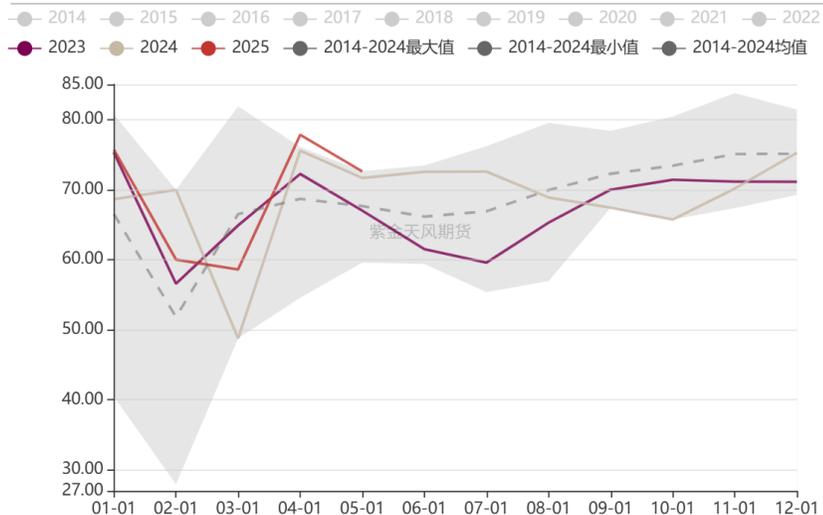
### 【Pb】越南耗铅量及增速



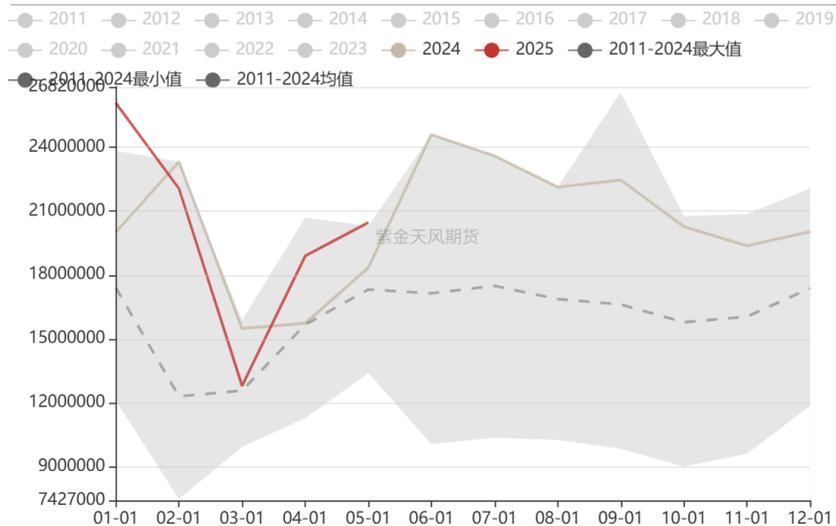
数据来源：各公司财报、紫金天风期货研究所、百川盈孚、SMM、钢联

# 国内初端：铅蓄电池温和增长

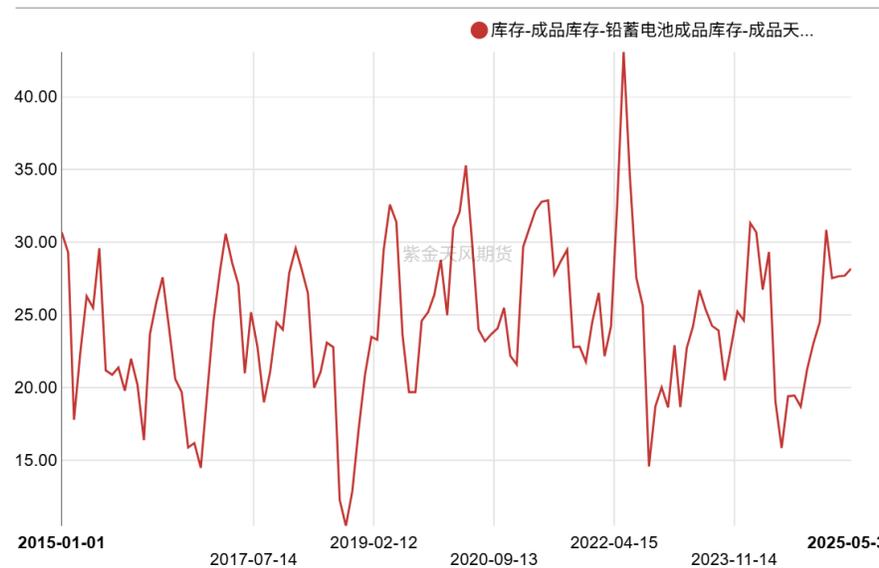
【PB】铅蓄电池综合开工率-季节性 (%)



【PB】铅蓄电池出口量-季节性



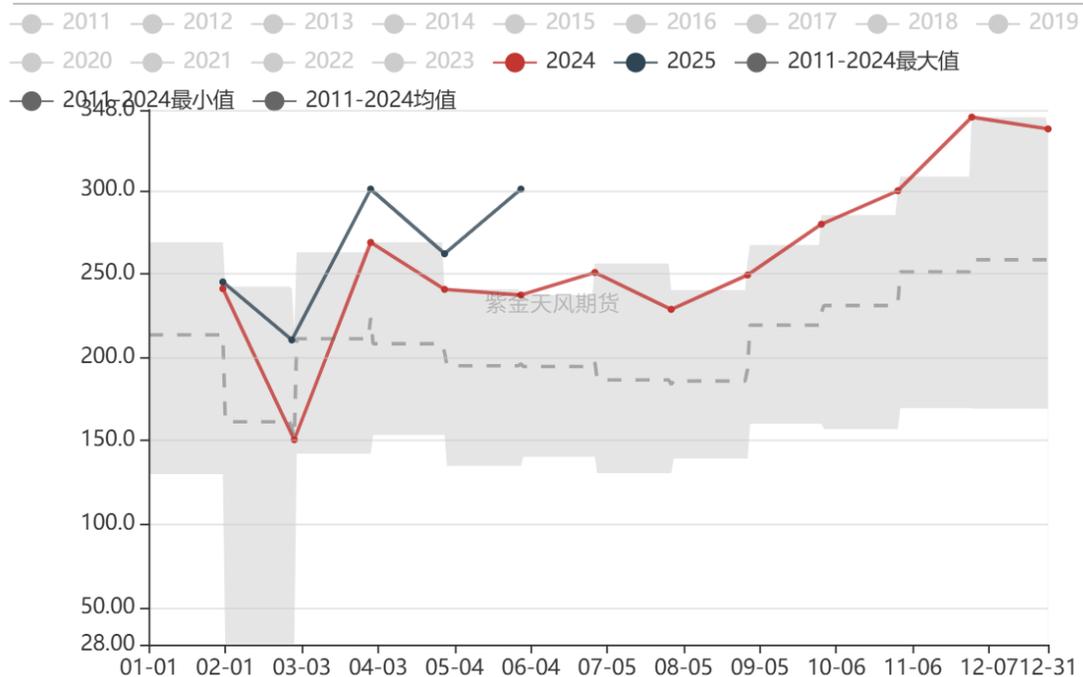
【PB】铅蓄电池厂成品库存天数 (天)



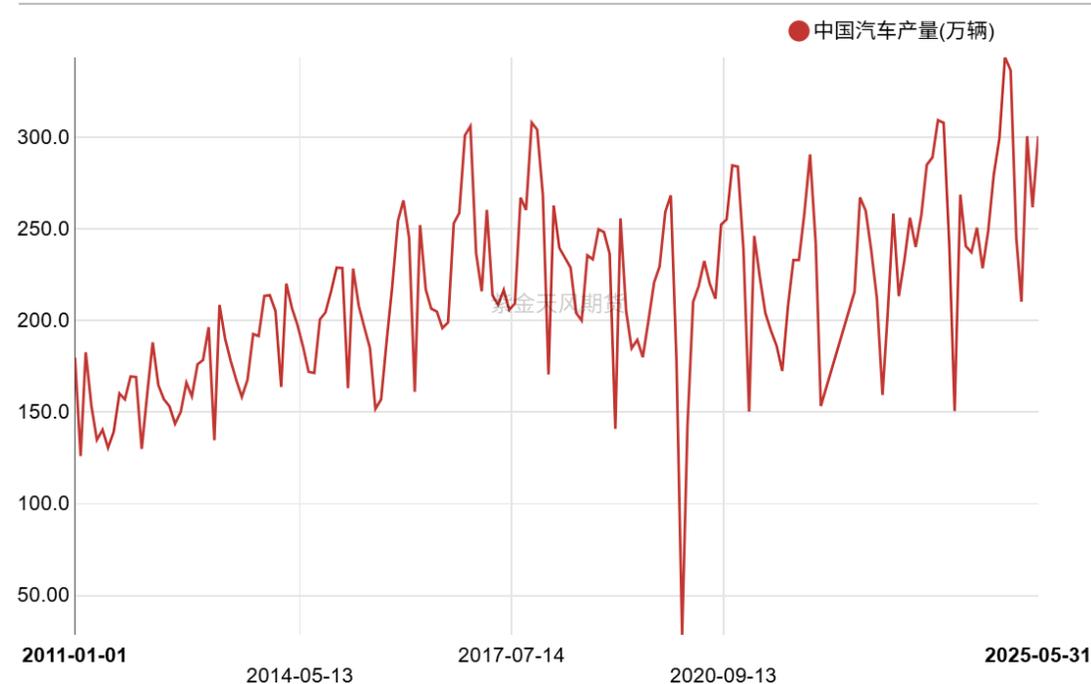
- 整体来看增速尚可，但技术路径的更迭或挤压铅酸蓄电池的需求；
- 出口亮眼，主要原因为抢出口+东南亚需求放量。

# 国内终端：汽车板块耗铅放缓

【PB】中国汽车产量(万辆)-季节性



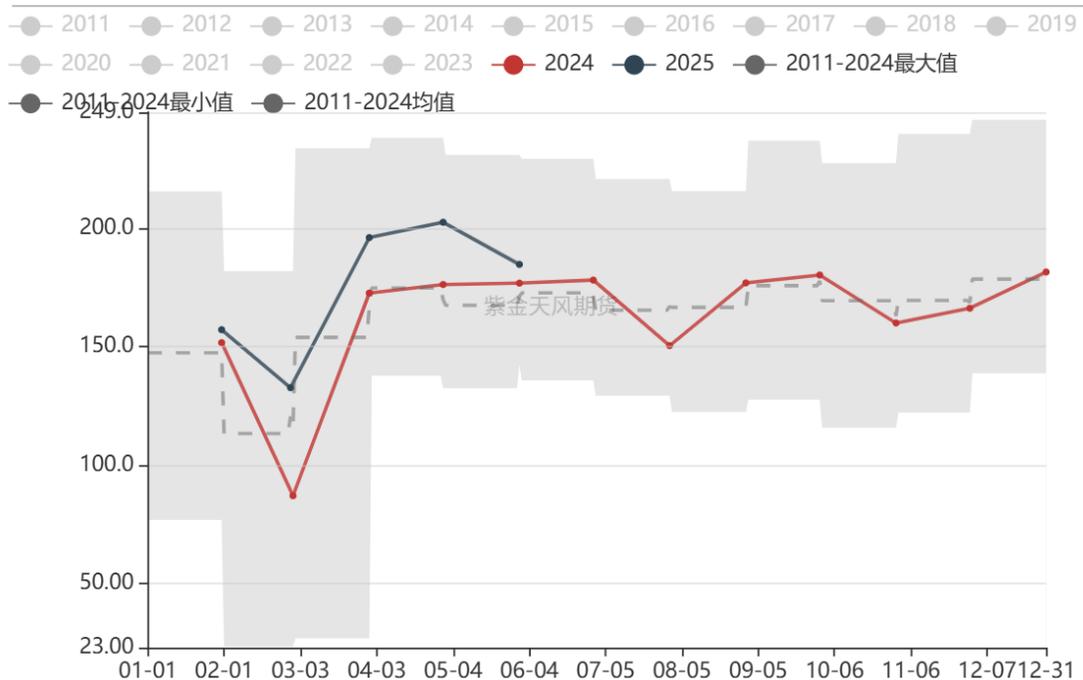
【PB】中国汽车产量(万辆)



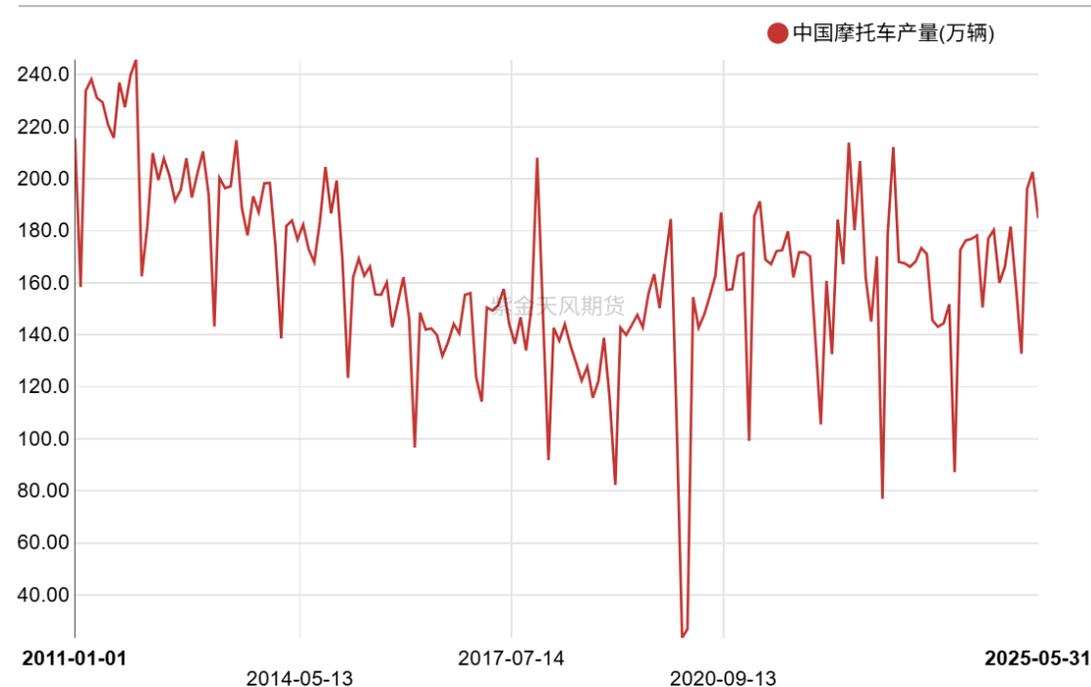
- 上半年汽车产量表现良好，产业链技术路径的调整或带动汽车板块耗铅增速放缓。

# 国内终端：以旧换新托底电动两轮车需求

【PB】中国摩托车产量(万辆)-季节性



【PB】中国摩托车产量(万辆)



■ 以旧换新政策托底电动两轮车的需求，截至第一季度，我国电动两轮车提产明显。

铅	全球铅锭平衡（单位/万吨）					
分项/时间	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
全球总产量	1238.89	1291.21	1280.00	1322.00	1303.00	1321.50
-海外产量	739.69	777.81	733.00	753.30	775.00	781.50
-中国产量	499.20	513.40	547.00	568.70	528.00	540.00
全球净进口	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
-海外净进口	-1.60	9.30	11.40	18.50	-8.20	-4.00
-中国净进口	1.60	-9.30	-11.40	-18.50	8.20	4.00
全球总消费	1222.20	1275.70	1297.00	1310.00	1301.00	1313.00
-海外消费	727.20	772.70	762.00	764.00	762.00	771.00
-中国消费	495.00	503.00	535.00	546.00	539.00	542.00
全球铅锭平衡	16.69	15.51	-17.00	12.00	2.00	8.50
全球产量同比	-2.89%	4.22%	-0.87%	3.28%	-1.44%	1.42%
-海外产量同比	-5.42%	5.15%	-5.76%	2.77%	2.88%	0.84%
-中国产量同比	1.13%	2.84%	6.54%	3.97%	-7.16%	2.27%
全球消费同比	-4.07%	4.38%	1.67%	1.00%	-0.69%	0.92%
-海外消费同比	-5.75%	6.26%	-1.38%	0.26%	-0.26%	1.18%
-中国消费同比	-1.49%	1.62%	6.36%	2.06%	-1.28%	0.56%

- 较产量而言，考虑到冶炼耗损后预计25年新增铅锭18万吨，其中海外新增6万吨，国内新增12万吨。
- 较消费而言，预计新增需求量12万吨，同比增速接近1%，海外增速高于国内。

# 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。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 感谢!

THANKSFORYOURATTENTION

---

