



关税扰动锌价向下，关注消费持续性

研究院 新能源&有色组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号：F3080232

投资咨询号：Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号：F3046665

投资咨询号：Z0014806

封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号：F03139777

投资咨询号：Z0021579

联系人

王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号：F03114162

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

核心观点

1、**锌精矿**：4月份国产锌矿加工费从3400元/金属吨小幅上涨至3450元/金属吨，进口锌矿加工费从35美元/吨上涨至40美元/吨。4月安塔米纳矿山出现短期扰动影响几日开采，尚未造成过多影响。目前对5月份加工费谈判尚未落地，进口矿方面保持平稳，Buenavista招标2万吨，中标价格30美元/吨。随着锌价下滑，矿价保持相对坚挺，但冶炼厂及港口库存相对充足，对矿价上调预期较高。

根据SMM统计2025年3月国产锌精矿产量28.48万吨，4月产量尚未出炉，预计产量29.5万吨。2025年3月锌矿进口量35.9万吨，同比增长47.2%，1-3月累计进口121.8万吨，同比增长36.6%。锌精矿进口窗口打开，海外矿山扰动较少，后期进口供给暂无担忧，对贸易摩擦造成的扰动另行跟踪。

截至4月底中国主要七个港口库存总量40.1万吨，月度环比增加9万吨。冶炼厂原料库存41万金属吨，月度环比小幅下滑，但可用天数仍在27天高位水平，冶炼厂采购对矿价的上调预期高。

2、**冶炼锌**：根据SMM数据统计，2025年4月中国锌锭产量55.54万吨，日均产量环比增加0.09万吨，产量同比增加10.1%，预计5月份产量55.6万吨左右，冶炼持续盈利，矿端未出扰动，供给压力不减。

2025年3月中国锌锭净进口2.75万吨，1-3月累计净进口10.1万吨，同比增加4.48%。截至4月底，锌锭进口亏损快速收敛并开始盈利，进口锌锭增量后期可能对国内供给造成进一步冲击。

冶炼利润方面，冶炼完全成本亏损维持在500元/吨左右，单纯算硫酸收入，冶炼呈现完全成本盈利的状态，再叠加贵金属等副产品收入，锌价的下滑对冶炼利润影响不大，冶炼厂冶炼积极性仍在。

库存方面，截至4月底锌锭七地库存7.7万吨，单月去库接近5万吨，去库较为明显。再供给端存在10%供给增速情况下，下游消费或因海外对美关税的窗口期而存在抢出口的情况，下游消费的持续性是5月份需要密切观测的指标。仓单库存2354吨，保税区库存0.88万吨，国内整体库存的低位对锌价形成有利支撑。LME库存17.5万吨，月度增加3.7万吨。

现货市场方面，社会库存持续下滑，进口到货量尚未明显增加，现货市场供应偏紧，叠加因关税扰动的绝对价格下滑和五一节前的备货等行为，现货升水持续走高。

3、**消费端**：镀锌开工率 49.61%，压铸开工率 49.01%，氧化锌开工率 58.57%。2025 年 3 月镀锌板带净出口量 122.3 万吨，1-3 月累计净出口 318.6 万吨，同比增长 17%。关税扰动对镀锌出口暂无影响。

结论：供给端方面，TC 仍有上涨压力，不过后期的上涨空间和速度将会低于前期水平，绝对价格的下滑对冶炼利润影响有限，冶炼积极性仍存，供给端压力依旧，抑制锌价上涨空间。消费方面，中美关税对消费的实际影响尚未显现，且因为海外对美关税存在 90 天的窗口期，造成国内出现抢出口的情况下，消费表现得到保障，在供给高速增长的情况下库存全面下滑，库存对锌价形成有利支撑，但 5 月份需要警惕消费走弱的风险。现货市场方面，供给偏紧的局面下，现货升水持续走高，但目前价差进一步正套性价比降低。

■ 策略

单边：中性 套利：中性

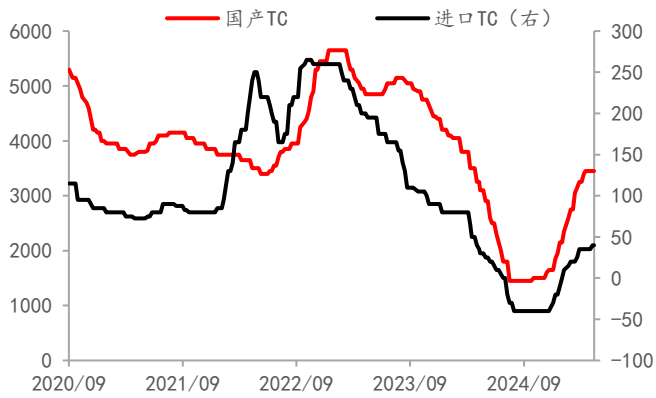
■ 风险

- 1、海外矿端干扰
- 2、旺季需求不及预期
- 3、海外流动性收紧

图表

图 1: 锌矿 TC 单位: 元/金属吨、美元/干吨.....	4
图 2: 矿企生产利润 单位: 元/吨	4
图 3: 国产矿开工率 单位: %.....	4
图 4: 国产矿产量 单位: 万吨	4
图 5: 锌矿进口 单位: 实物吨、%.....	4
图 6: 锌矿进口盈亏 单位: 元/吨	4
图 7: 连云港锌矿库存 单位: 万实物吨	5
图 8: 冶炼厂锌矿库存 万金属吨	5
图 9: 沪锌价差 (当月-连 1) 单位: 元/吨.....	5
图 10: 锌锭对主力合约升水 单位: 元/吨.....	5
图 11: LME 锌升贴水 单位: 美元/吨.....	5
图 12: 锌锭产量 单位: 万吨、%.....	5
图 13: 锌锭进口盈亏 单位: 元/吨	6
图 14: 锌锭累计进口 单位: 万吨、%.....	6
图 15: 锌锭冶炼利润 单位: 元/吨	6
图 16: 硫酸价格 单位: 元/吨.....	6
图 17: 锌锭七地库存 单位: 万吨	6
图 18: 锌锭仓单库存 单位: 万吨	6
图 19: LME 库存 单位: 万吨吨	7
图 20: 保税区库存 单位: 万吨	7
图 21: 镀锌产量 单位: 万吨	7
图 22: 压铸产量 单位: 吨	7
图 23: 氧化锌产量 单位: 吨	7
图 24: 镀锌板带出口 单位: 万吨、%.....	7
图 25: 汽车产量 单位: 万辆、%.....	8
图 26: 家电产量累计同比 单位: %.....	8
图 27: 电力投资累计同比 单位: %.....	8
图 28: 光伏新增装机量 单位: GW.....	8
图 29: 地产相关数据累计同比 单位: %.....	8
图 30: 地产投资累计同比 单位: %.....	8

图 1：锌矿 TC | 单位：元/金属吨、美元/干吨



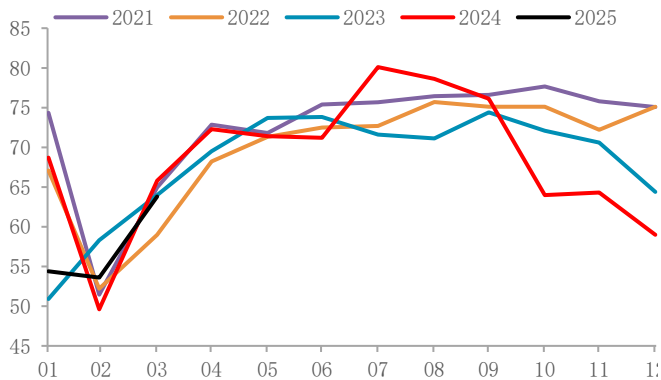
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 2：矿企生产利润 | 单位：元/吨



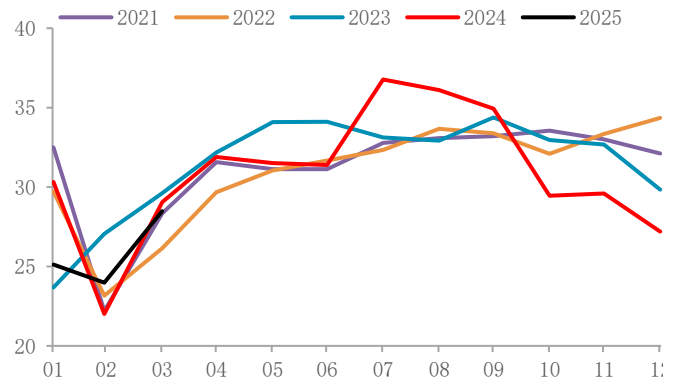
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 3：国产矿开工率 | 单位：%



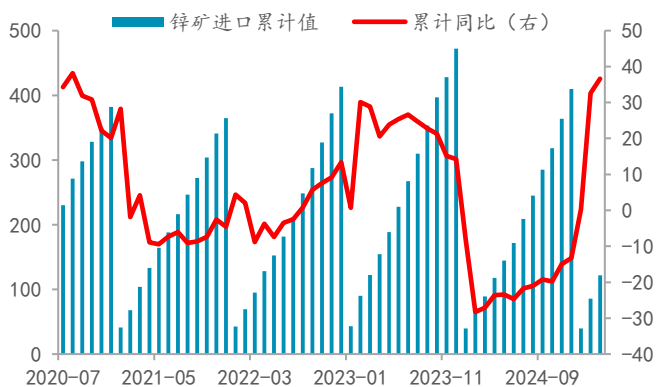
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 4：国产矿产量 | 单位：万吨



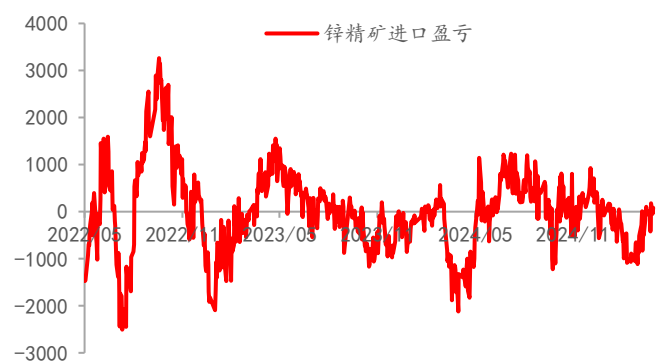
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 5：锌矿进口 | 单位：实物吨、%



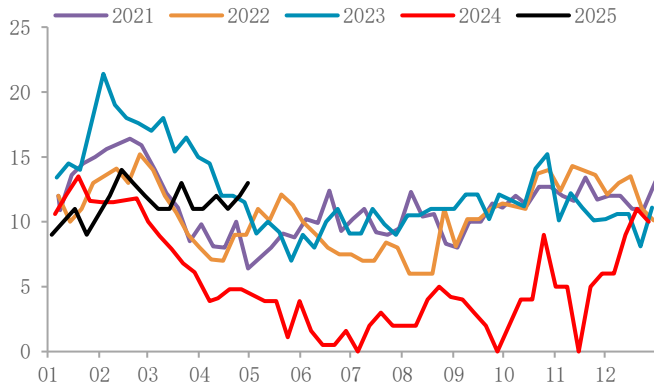
数据来源：Myteel 华泰期货研究院

图 6：锌矿进口盈亏 | 单位：元/吨



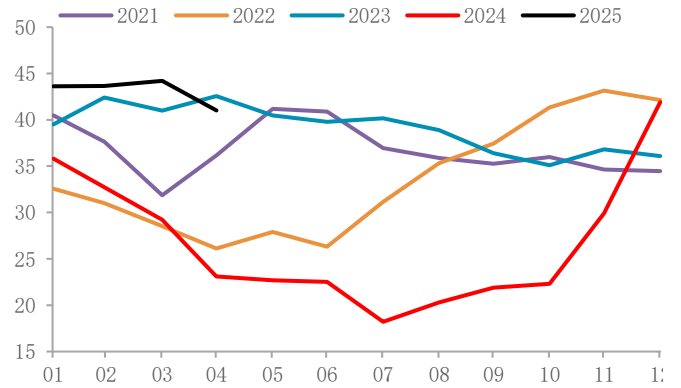
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 7：连云港锌矿库存|单位：万实物吨



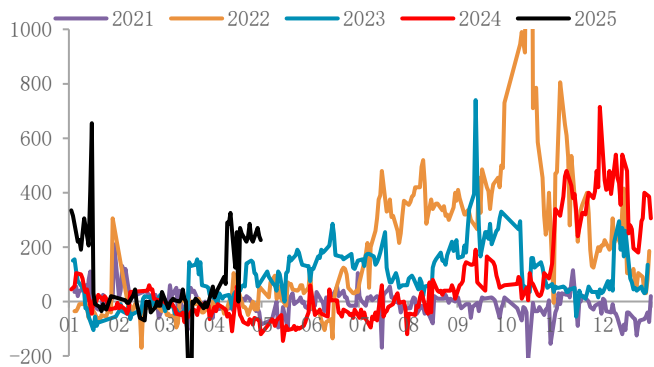
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 8：冶炼厂锌矿库存|万金属吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 9：沪锌价差（当月-连1）|单位：元/吨



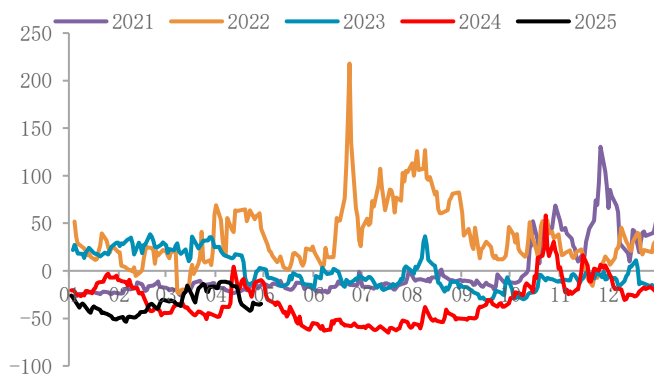
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 10：锌锭对主力合约升水|单位：元/吨



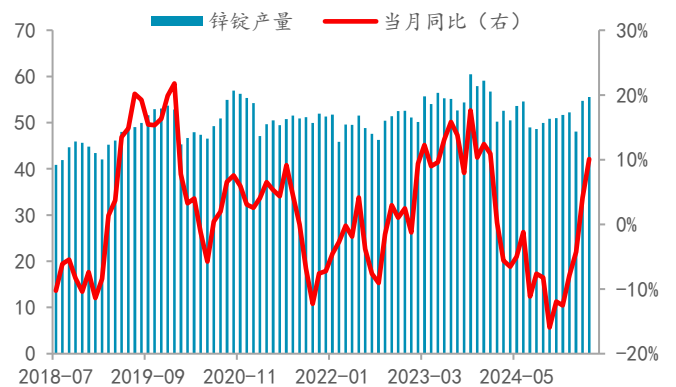
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 11：LME 锌升贴水|单位：美元/吨



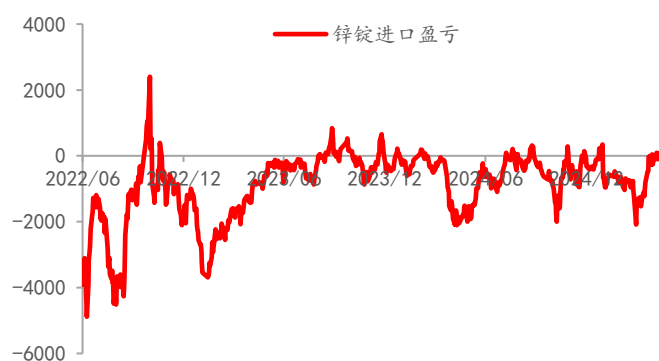
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 12：锌锭产量|单位：万吨、%



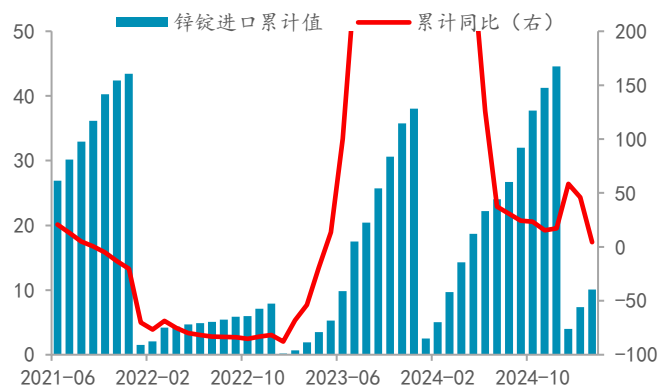
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 13: 锌锭进口盈亏|单位: 元/吨



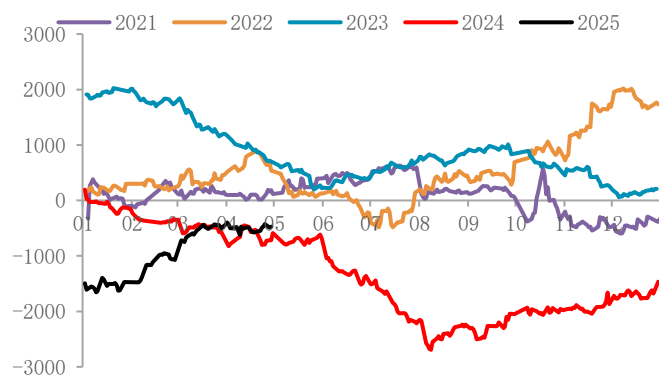
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 14: 锌锭累计进口|单位: 万吨、%



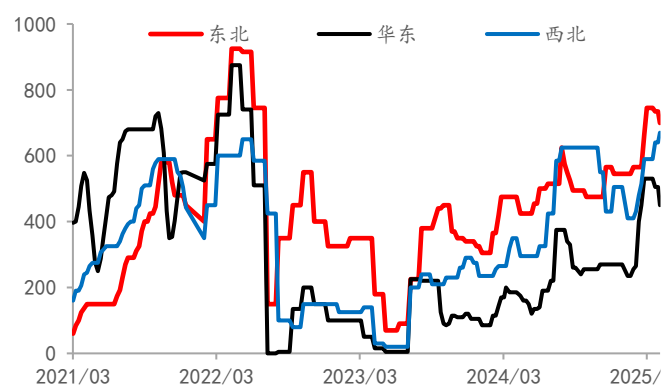
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 15: 锌锭冶炼利润|单位: 元/吨



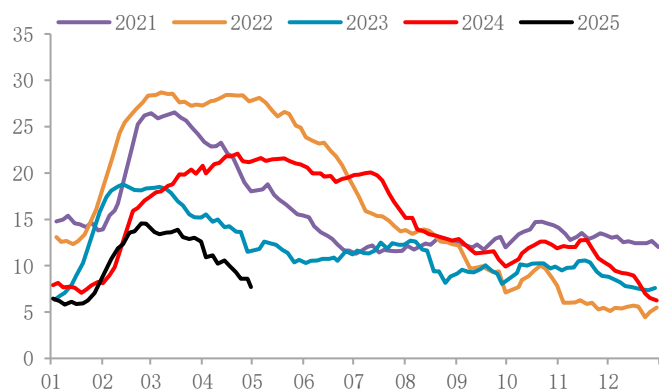
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 16: 硫酸价格|单位: 元/吨



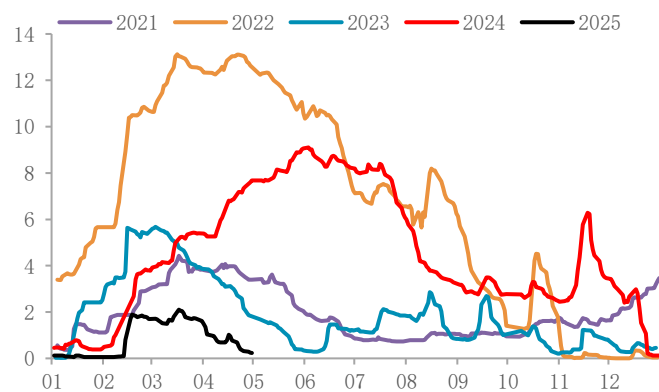
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 17: 锌锭七地库存|单位: 万吨



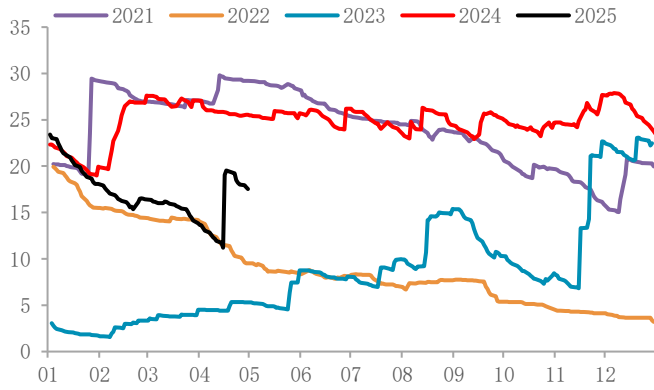
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 18: 锌锭仓单库存|单位: 万吨



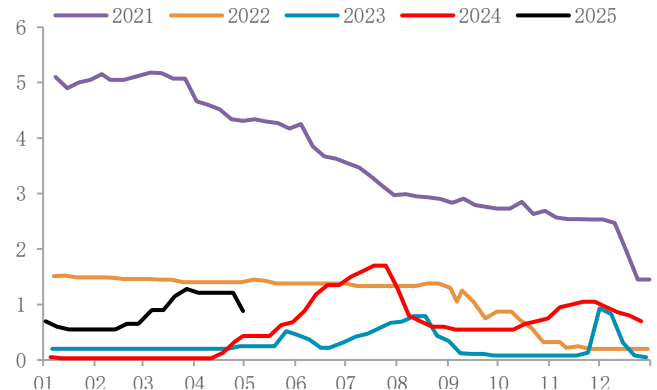
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 19: LME 库存|单位: 万吨



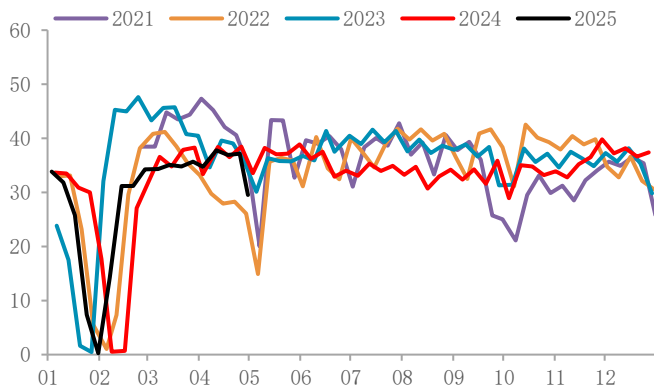
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 20: 保税区库存|单位: 万吨



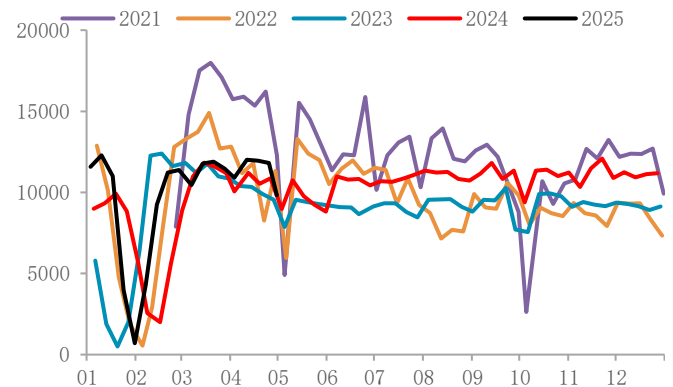
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 21: 镀锌产量|单位: 万吨



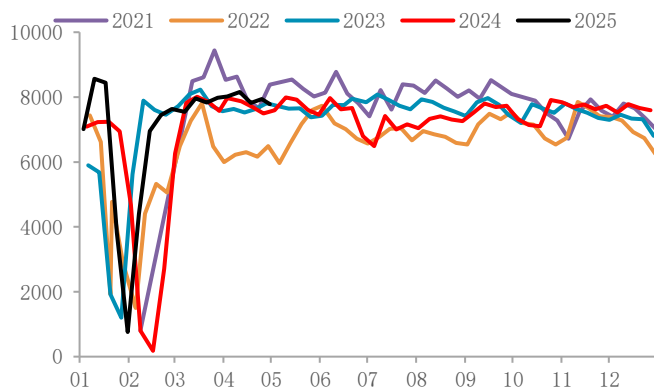
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 22: 压铸产量|单位: 吨



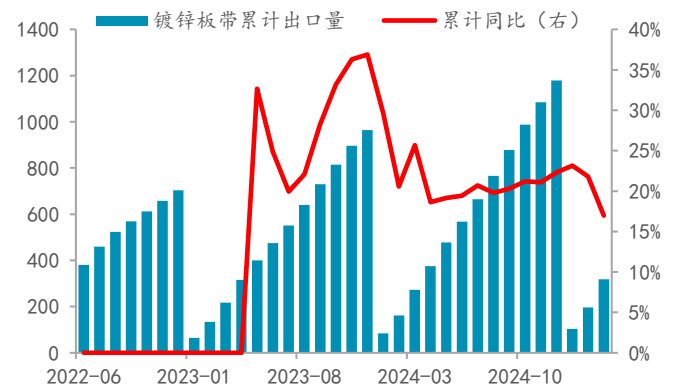
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 23: 氧化锌产量|单位: 吨



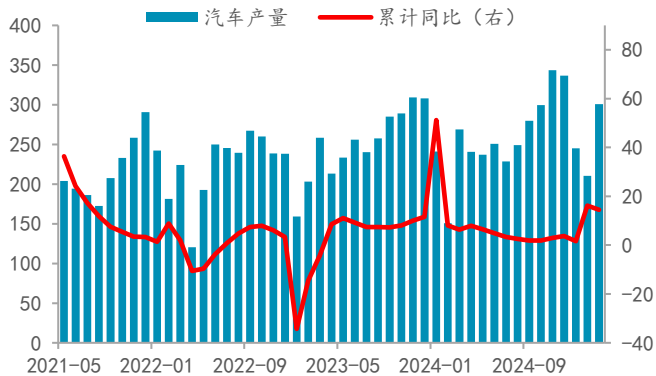
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 24: 镀锌板带出口|单位: 万吨、%



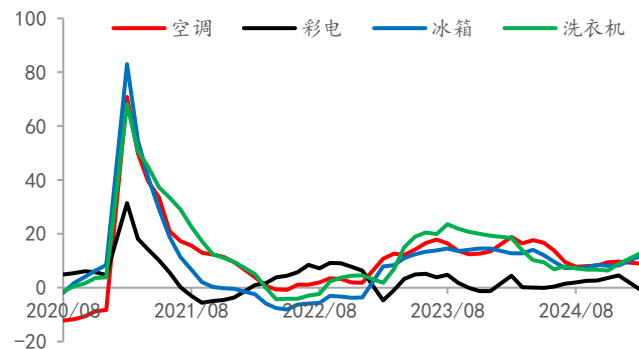
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 25: 汽车产量|单位: 万辆、%



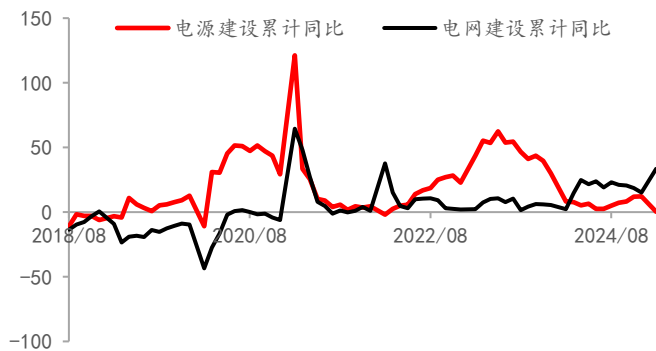
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 26: 家电产量累计同比|单位: %



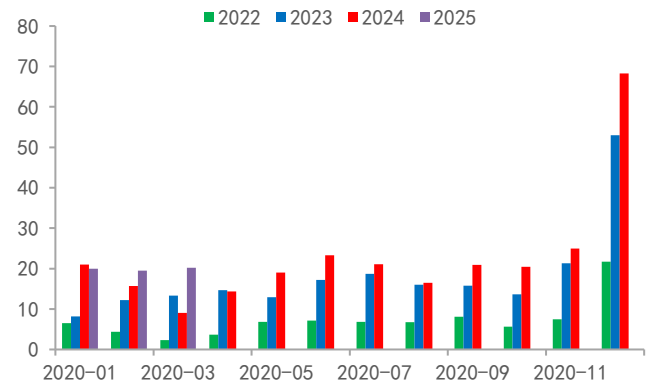
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 37: 电力投资累计同比|单位: %



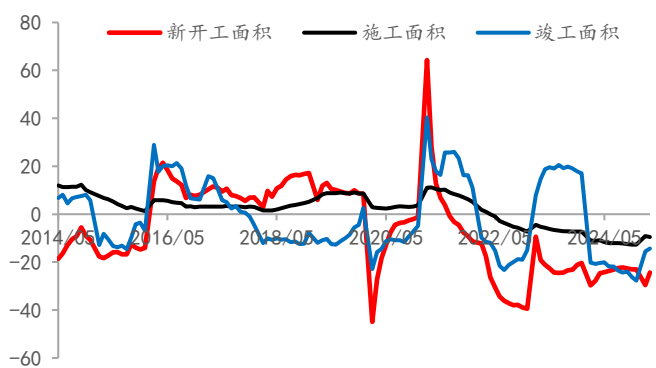
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 38: 光伏新增装机量|单位: GW



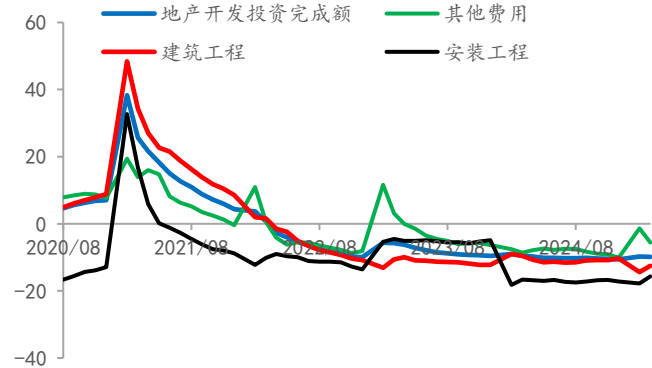
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 39: 地产相关数据累计同比|单位: %



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 40: 地产投资累计同比|单位: %



数据来源: WIND 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com