



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|新能源&有色专题 2025-05-28

海外锌矿增量预期下滑不改 TC 上涨趋势

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

报告摘要

根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 114.2 万吨, 同比仅增加 4.7 万吨, 1 季度海外产量虽然不及预期, 但不改供应过剩的预期, 全年预计海外产量增量 40-50 万吨。国产锌精矿 1-4 月份产量 107.3 万吨, 同比减少 5.2%, 主要由于冬季高海拔矿山停工减产以及国产矿品味下滑影响。

得益于进口矿的补充, 冶炼厂原料库存处于历史高位, 采购意愿交差, TC 难改上涨趋势。

锌锭冶炼综合收益(叠加硫酸及贵金属等副产品)达到 1000 元/吨左右, 冶炼积极性较高。1-4 月份中国锌锭供应 210.55 万吨, 虽然同比增长仅有 0.3%, 但 2024 年 7 月份开始, 锌锭的产量受原料供应问题已经降至 50 万吨以下, 因此即使国内锌冶炼维持在 55 万吨/月左右, 下半年将持续维持 10%的供给增长, 供给预期压力依旧较大, 后期将是考验消费持续性的阶段。

风险

- 1、海外矿端不可抗力突发事件的干扰
- 2、宏观政策超预期扰动
- 3、地缘政治, 多边贸易的扰动

目录

报告摘要 1

锌矿供应充足，TC 不改上涨趋势 3

海外矿山产量低于预期 4

国产矿受贫化等因素影响大 5

锌锭冶炼利润修复，冶炼积极性提高 6

锌产业供应端既无远虑也无近忧 6

总结： 7

图表

图 1: 锌矿 TC|单位：元/吨、美元/干吨 3

图 2: 锌精矿进口|单位：万吨..... 3

图 3: 全球锌矿产量|单位：万吨..... 3

图 4:冶炼厂原料库存|单位：万吨 3

表 1: 海外样本矿山产量跟踪（单位：万吨） 5

图 5: 国产锌精矿产量|单位：万吨..... 5

图 6:国产矿开工率|单位：%..... 5

图 7: 锌锭冶炼利润|单位：元/吨 6

图 8:硫酸价格|单位：元/吨 6

图 9: 锌锭产量|单位：万吨、% 7

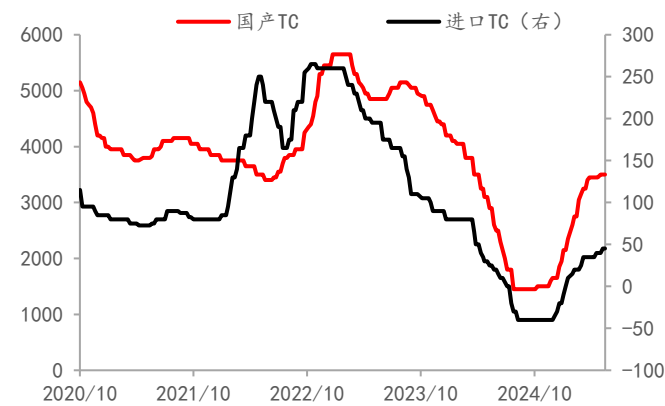
图 10:锌锭日均产量|单位：万吨 7

表 1: 海外样本矿山产量跟踪（单位：万吨） 5

锌矿供应充足，TC 不改上涨趋势

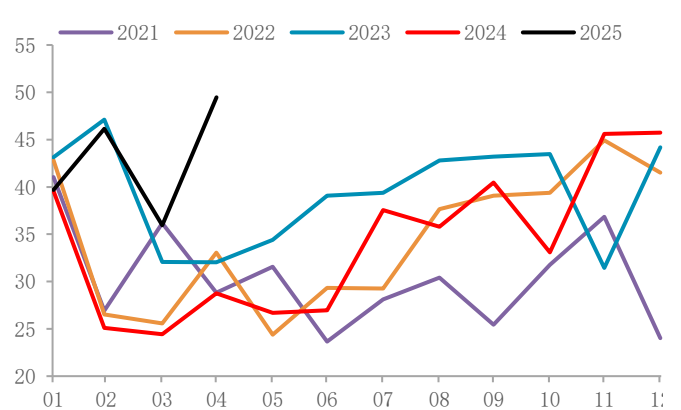
2025 年，国产锌矿 TC 从 1950 元/吨上涨至 3500 元/吨，进口矿 TC 从 -20 美元/吨上涨至 45 美元/吨。主要得益于进口矿的补充，1-4 月中国进口锌精矿 171.2 万吨，累计同比增长 45.3%。虽然国产矿产量依旧处于较低水平，根据 SMM 数据统计 1-4 月中国锌精矿产量 107.3 万吨，同比减少 5.2%。但进口矿的补充冲击国内市场，冶炼厂原料库存处于历史高位，采购意愿交差，TC 难改上涨趋势。

图 1：锌矿 TC|单位：元/吨、美元/干吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

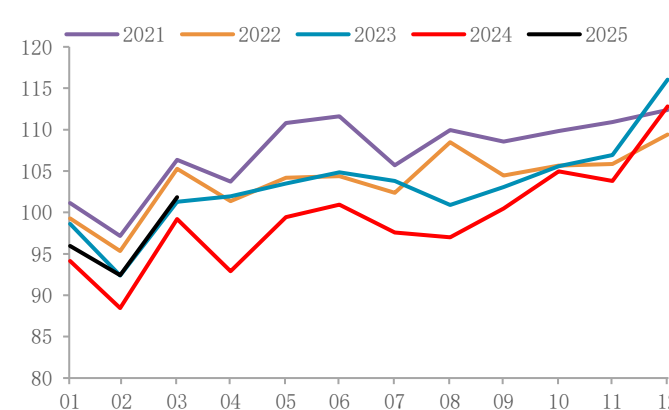
图 2：锌精矿进口|单位：万吨



数据来源：wind 华泰期货研究院

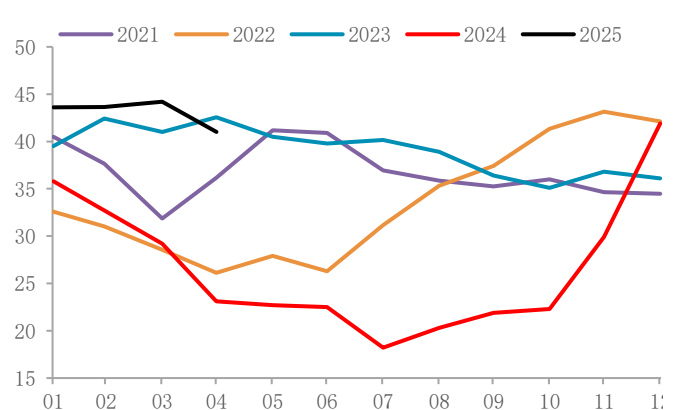
根据 ILZSG 统计，1-3 月全球锌矿产量 290.2 万吨，累计同比增长 3%。根据 SMM 统计国产矿产量同比下滑 3.8 万吨，由此计算 1 季度海外产量同比增加 12.2 万吨，同比增速为 6%。

图 3：全球锌矿产量|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 4：冶炼厂原料库存|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

海外矿山产量低于预期

根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 114.2 万吨，同比仅增加 4.7 万吨。

2025 年海外主要几个显著增量的矿山是 Tara、Antamina、Kipushi 和 OZ，其中：

Tara 矿复产 2025 年 1 季度产量 2.16 万吨，2024 年全年产量仅有 0.63 万吨，按照 1 季度产量顺推至少贡献增量 8 万吨；

Antamina 矿山调整生产顺序后，锌矿产量将会明显提升，2025 年 1 季度产量 6.03 万吨，同比小幅减少，25 年预计产量 42-46 万吨，取中值 44 万吨，比 2024 年 26.8 万吨增加 17 万吨。矿山 1 季度产量低于预期，后期能否贡献预期增量仍需跟踪；

Kipushi 2024 年 6 月重启，2025 年 1 季度产量 4.27 万吨，全年计划产量 18-24 万吨，取中值增量达到 16 万吨，按照 1 季度产量顺推至少贡献增量 12 万吨，刚果地缘问题并未扰动到矿山；

OZ 矿于 2024 年 9 月份开始复产，2025 年预计产量增加 20 万吨。

1 季度产量数据方面，造成同比减量的矿山较为分散，主要是 Teck 资源的红狗矿：红狗矿因为品味下滑，将会成为 2025 年主要的减量贡献，2025 年 1 季度产量 11.7 万吨，同比减少 2.8 万吨，计划产量中值 44.5 万吨，同比减少 11 万吨。

按照上述统计主要矿山全年指引产量，2025 年产量预计增加 40-50 万吨，低于去年年底的预期，而 1 季度海外矿山实际产量不及预期。矿端增量的供应虽然比预期略有下滑，但同样在因为 Benchmark 低于预期以及能源问题可能造成的扰动，海外冶炼端同样有减产的情况，因此从目前来看，矿端并未出现偏紧的局面，TC 不改上涨的趋势。

表 1: 海外样本矿山产量跟踪（单位：万吨）

公司	矿山	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24全年	25Q1	25E
Boliden	Tara	0.00	0.00	0.00	0.63	0.63	2.16	
	Garpenberg	2.78	2.60	3.10	2.43	10.91	2.46	
	The Boliden Area	1.19	1.17	1.41	1.11	4.88	1.17	
Sociedad Minera El Brocal	El Brocal	0.13	0.00	0.00	0.00	0.13	0.00	0.00
Buenaventura	Uchucchacua	0.55	0.48	0.62	0.47	2.12	0.53	2.43-2.68
	Tambomayo	0.13	0.15	0.40	0.12	0.80	0.05	
Fresnillo plc	Fresnillo	1.17	1.13	1.44	1.34	5.07	1.11	9.3-10.3
	Saucito	0.67	0.89	0.93	0.92	3.41	0.94	
	Cienega	0.08	0.08	0.06	0.09	0.32	0.04	
	San Julian	0.32	0.35	0.38	0.15	1.19	-	
	Juanicipio	0.37	0.48	0.43	0.40	1.68	0.43	
俄罗斯企业	East Region&Bozymchak	1.05	1.20	0.88	1.15	4.28	0.88	
Lundin Mining	Neves-Corvo	2.64	2.57	2.96	2.78	11.00	2.77	11.00
	Zinkgruvan	1.92	2.17	1.71	2.41	8.20	2.13	8.20
	Dugald River	4.47	3.45	3.48	4.95	16.40	4.09	17-18.5
MMG	Rosebery	1.45	1.57	1.16	1.45	5.60	1.09	4.5-5.5
Newmont	Pe asquito	5.70	6.50	5.91	7.70	25.81	5.90	23.60
Nexa	Cerro Lindo	2.43	2.41	2.31	1.47	8.62	1.70	7.8-8.6
	El Porvenir	1.29	1.21	1.28	1.27	5.10	1.19	5.9-7.2
	Atacocha	0.24	0.24	0.29	0.27	1.04	0.25	0.9-1.1
	Vazante	3.49	3.52	3.64	3.40	14.07	2.98	12.2-13.9
	Morro Agudo	0.57	0.57	0.00	0.00	1.14	0.00	0.00
	Aripuan	0.72	0.72	0.75	0.93	3.16	0.62	5.8-7.2
Sierra Metals	Yauricocha	0.46	0.51	0.51	0.56	2.04	1.08	2.43-2.65
South32	Cannington	1.43	1.74	1.25	1.08	5.50	1.10	
Teck Resources	Red Dog	14.53	13.94	14.25	12.84	55.50	11.68	43-46
Vedanta	Zinc India	29.90	26.30	25.60	26.50	108.30	31.00	
	Gamsberg	2.10	2.60	3.20	2.90	11.40	4.00	
	BMM	1.20	1.10	1.20	1.10	4.60	1.00	
New Century Resources	Centuury	1.60	6.50	5.80	3.24	17.14	3.00	
Ivanhoe Mines	Kipushi	0.00	0.00	1.78	3.23	5.03	4.27	18-24
Glencore	total (除Antamina)	18.41	19.09	20.59	23.20	81.29	18.51	79-83
BHP/Glencor/Teck	Antamina	6.47	5.56	6.78	7.98	26.79	6.03	42-46
OZ	Ozernoye							
总计		109.47	110.80	114.10	118.07	453.15	114.16	

数据来源：SMM 公司财报 华泰期货研究院

国产矿受贫化等因素影响大

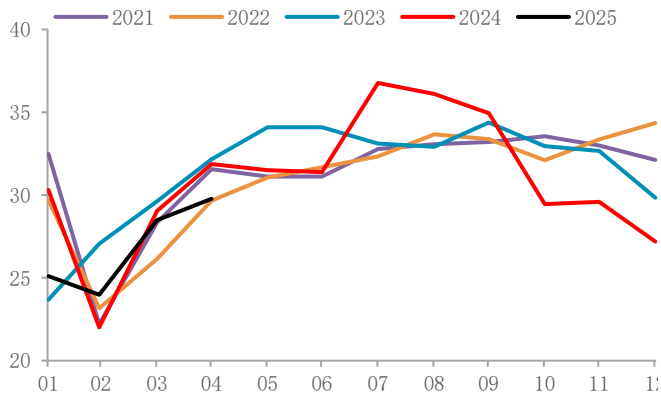
根据 SMM 数据统计，国产锌精矿 1-4 月份产量 107.3 万吨，同比减少 5.2%，一季度受高海拔矿山冬季停工、矿山常规检修等多方面影响，矿山开工率处于较低水平。但目前国产矿开工率仅有 66.8%，亦处于历史同期较低水平，这个主要受国产矿品味下滑的影响。

5 月份预期开工率提升至 71.5%，预计产量提升至 31.8 万吨（存在生产天数多一天的因素），日均产量提升 0.036 万吨，虽然同比数据判断难以提升至历史高位水平，但环比表现供应将会增加，且在冶炼厂原料库存充足的情况下，供给端的增加将会使得 TC 存在进一步上涨的可能。

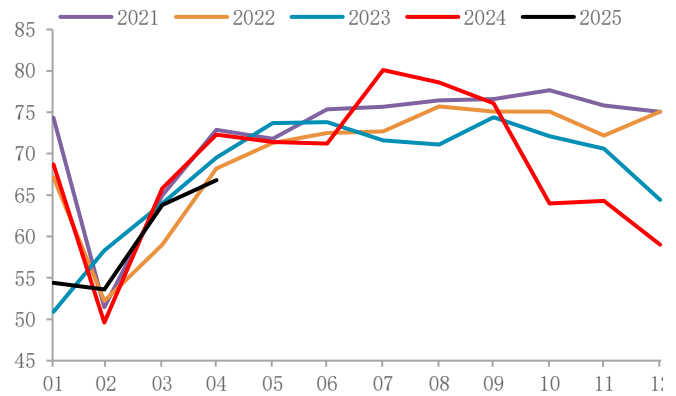
国产锌矿的供给增量主要来源于火烧云，但受限于火烧云矿山的特殊性，更多以电解锌或者氧化物的形式流入市场。

图 5：国产锌精矿产量|单位：万吨

图 6：国产矿开工率|单位：%



数据来源: SMM 华泰期货研究院



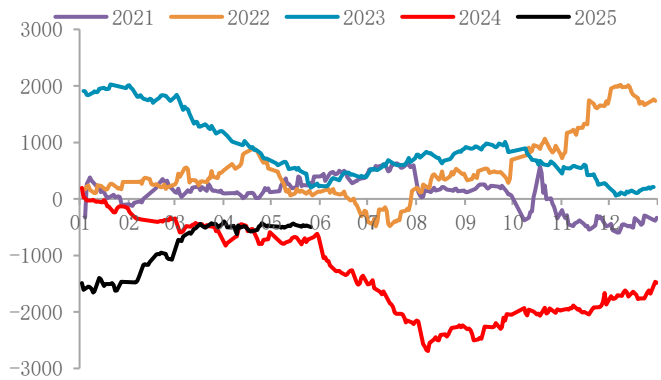
数据来源: SMM 华泰期货研究院

锌锭冶炼利润修复，冶炼积极性提高

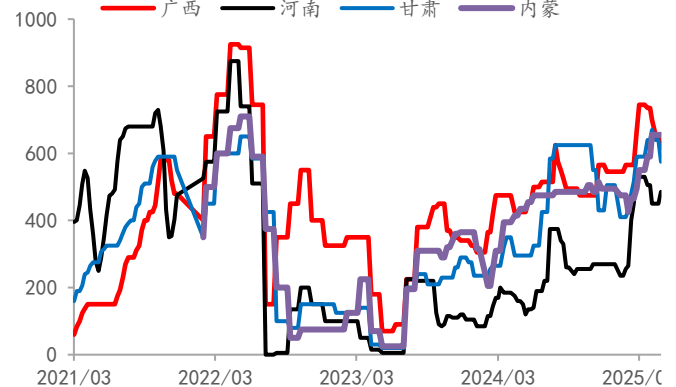
根据测算，锌锭冶炼端目前完全成本亏损 500 元/吨左右，硫酸价格虽然高位回落但仍 有 500-650 元/吨，相较于 2024 年低点的 100 元/吨左右，硫酸收益对冶炼厂来说仍然 不可或缺，当前即使单纯算硫酸收益，冶炼厂都存在冶炼利润，况且当前白银等贵金 属价格处于历史高位，冶炼端副产品收益丰厚，叠加副产品收益可达到 1000 元/吨左 右，冶炼积极性依旧较高，供给端预期压力始终存在。

图 7：锌锭冶炼利润|单位：元/吨

图 8：硫酸价格|单位：元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院



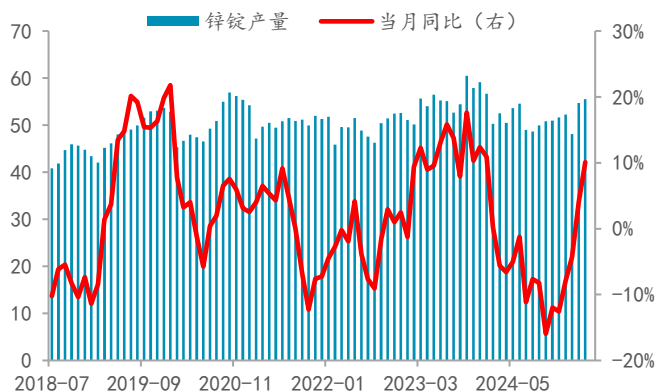
数据来源: SMM 华泰期货研究院

锌产业供应端既无远虑也无近忧

虽然锌矿的供应无论海内外均存在不可抗力突发事件影响，但从目前情况观测，锌产 业链供应端既无远虑也无近忧。根据 SMM 统计 1-4 月份中国锌锭供应 210.55 万吨， 同比增长 0.3%，但 4 月份供给增速同比达到 10%，5 月份预计产量 55 万吨，同比增速 2.6%。供应端虽然有检修依旧复产推迟的干扰，但 2024 年 7 月份开始，锌锭的产量受 原料供应问题已经降至 50 万吨以下，即使 2024 年年底供应略有恢复，月产量也仅有 51 万吨左右。因此即使国内锌冶炼维持在 55 万吨/月左右，下半年将持续维持 10%的

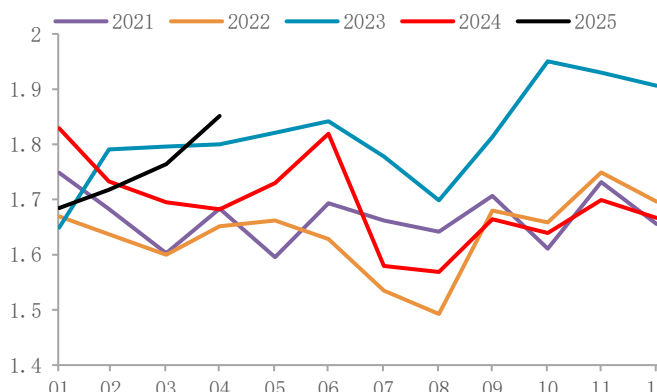
供给增长，供给端的预期压力依旧较大，后期将是考验消费持续性的阶段。

图 9：锌锭产量|单位：万吨、%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 10：锌锭日均产量|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

总结：

1、根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 114.2 万吨，同比仅增加 4.7 万吨，1 季度海外产量虽然不及预期，但不改供应过剩的预期，全年预计海外产量增量 40-50 万吨。增量主要来自 Tara、Antamina 和 Kipushi，同比减量主要源于 Teck 资源红狗矿。海外矿山实际产量低于预期，但海外冶炼端减产，矿端并未出现偏紧的局面。

2、国产锌精矿 1-4 月份产量 107.3 万吨，同比减少 5.2%，一季度受高海拔矿山冬季停工、矿山常规检修等多方面影响，矿山开工率处于较低水平。但目前国产矿开工率仅有 66.8%，亦处于历史同期较低水平，主要受国产矿品味下滑的影响。

3、得益于进口矿的补充，冶炼厂原料库存处于历史高位，采购意愿交差，TC 难改上涨趋势。

4、锌锭冶炼综合收益（叠加硫酸及贵金属等副产品）达到 1000 元/吨左右，冶炼积极性较高，供给端预期压力始终存在。1-4 月份中国锌锭供应 210.55 万吨，虽然同比增长仅有 0.3%，但 2024 年 7 月份开始，锌锭的产量受原料供应问题已经降至 50 万吨以下，因此即使国内锌冶炼维持在 55 万吨/月左右，下半年将持续维持 10%的供给增长，后期将是考验消费持续性的阶段。

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