



锌矿供给增长但难解决内外锌锭供需失衡

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

锌逻辑核心矛盾有所改变,从矿供应过剩预期转变为内外供需矛盾难解。矿端供应增长兑现,从国内角度出发,矿供应充足冶炼有副产品收益,冶炼积极性高,供给压力大,即使消费旺季如预期仍不改累库趋势。从国外角度出发,海外受 Banchmark 和冶炼利润影响供给下滑,但消费保持相对强势,库存持续去化存在库存风险。内外比价方面,进出口窗口均已关闭,内外供需矛盾短期难调节。

- 1、根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 113.6 万吨,同样本范围内,2 季度产量 117 万吨,其中有 3 家矿企财报尚未公布,假设此 3 家 2 季度产量与 1 季度相同,则 2 季度样本矿山产量 121.5 万吨,环比增加 8 万吨左右,同比增加 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 55 万吨左右。
- 2、1-7 月中国锌精矿进口累计 303.5 万吨,累计同比增长 45.2%,国产矿产量累计 206.77 万金属吨,累计同比小幅减少 6 万吨,国产矿提产难度较大,受地区特殊性和矿特殊性等多方面影响,供给增长不及预期。从冶炼角度出发中国不缺锌矿供应,但当前国产矿性价比更高且存在冬储预期,后期 TC 继续上涨难度较大。
- 3、2025 年 1-8 月中国精炼锌产量 446.9 万吨,累计同比增加 7.5%,8 月份当月产量同比增加 28.8%,9 月份预计产量增速可达到 20%以上。冶炼尚存利润,供给压力持续,即使消费旺季如预期来临,预计社会库存依旧不改累库趋势,下半年累库预期可达到 20 万吨以上。
- 4、根据 CRU 数据统计,2025 年上半年海外精炼锌产量 340.4 万吨,同比减少 2.3%,环比减少 1.3%;下半年预计产量 333.8 万吨,同比减少 3.3%,环比减少 1.9%。海外供给端受冶炼利润影响下滑,但消费维持相对强势,供需偏紧持续去库存在库存风险。内外比价方面进出口窗口均已关闭,短期内外供需格局不平衡的局面难解决。

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

国内锌矿储备充足，但 TC 后期上涨空间或有限 3

海外锌矿产量稳步提升 4

冶炼积极性持续，国内供给压力不减 5

海外供给收缩，库存风险较高 6

总结： 8

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: 连云港进口矿库存|单位：万吨..... 3

图 4:冶炼厂原料库存|单位：万吨 3

图 5: 锌锭冶炼利润|单位：元/吨 6

图 6: 锌锭产量|单位：万吨、% 6

图 7: 锌隔月价差|单位：元/吨 6

图 8:锌锭社会库存|单位：万吨 6

图 9: LME 库存|单位：万吨..... 7

图 10:LME 升水|单位：美元/吨..... 7

图 9:海外锌锭产量|单位：万吨 7

图 10:中国锌锭净进口|单位：万吨 7

图 10:镀锌板带出口|单位：万吨、%..... 8

图 11:集装箱航运价格指数 8

表 1: 海外样本矿山产量跟踪（单位：万吨） 5

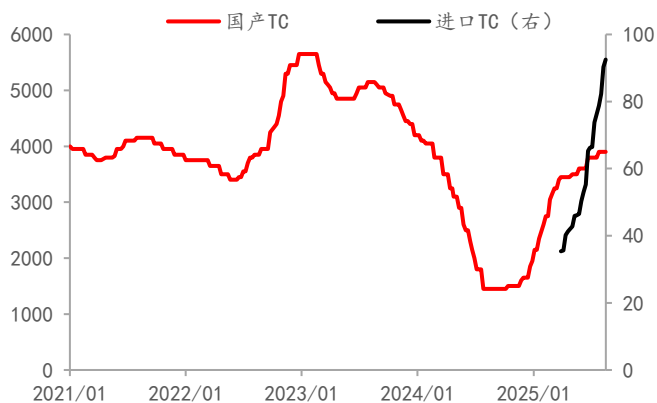
国内锌矿储备充足，但 TC 后期上涨空间或有限

1-7 月中国锌精矿进口累计 303.5 万吨，累计同比增长 45.2%，进口量高于过去 5 年同期水平；1-7 月国产矿产量累计 206.77 万金属吨，累计同比小幅减少 6 万吨，国产矿提产难度较大，受地区特殊性和矿特殊性等多方面影响，供给增长不及预期。

当前港口进口矿库存总计 38.8 万吨，远高于去年同期的 13 万吨，连云港库存高于过去 5 年同期水平，冶炼厂原料库存储备充足，当前冶炼厂原料库存 46 万吨，在冶炼产量同比增速达到 25% 的情况下，原料可用天数维持在 29 天并未下滑。

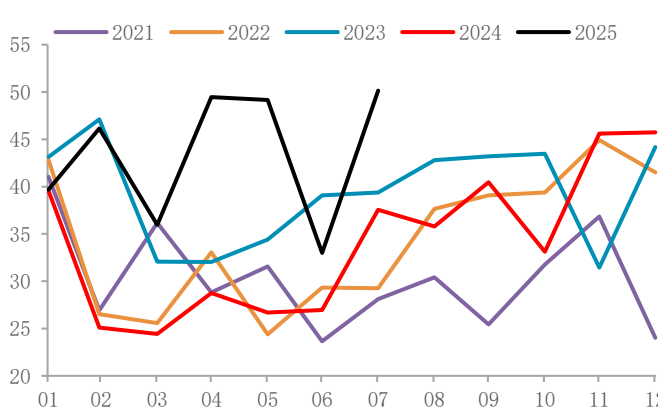
3 季度 TC 价格一路上涨，进口 TC 指数从 66 美元/吨上涨至 92 美元/吨，当前普矿报价达到 100 美元/吨，相比之下国产矿更有性价比，受比价影响，进口窗口持续关闭，叠加冶炼厂的冬储需求，国内 TC 后期难上涨，且不排除小幅回落的可能。

图 1：锌矿 TC|单位：元/吨、美元/干吨



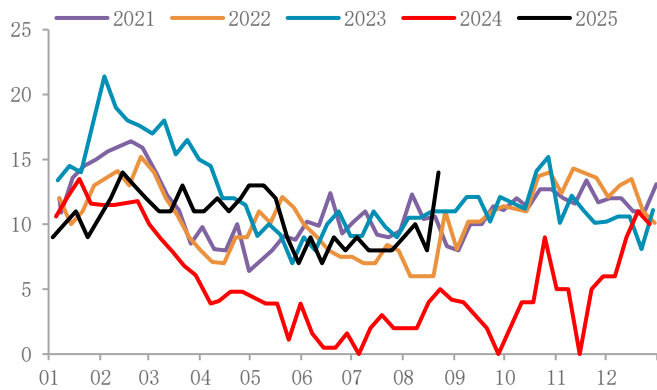
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 2：锌精矿进口|单位：万吨



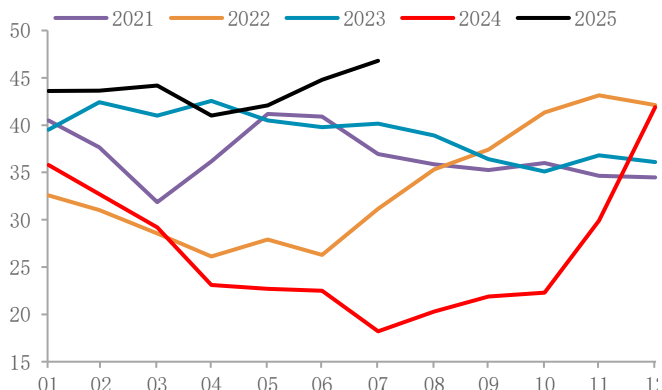
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 3：连云港进口矿库存|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

海外锌矿产量稳步提升

根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 113.6 万吨，同样本范围内，2 季度产量 117 万吨，其中有 3 家矿企财报尚未公布，假设此 3 家 2 季度产量与 1 季度相同，则 2 季度样本矿山产量 121.5 万吨，环比增加 8 万吨左右，同比增加 11 万吨。

2025 年海外主要几个显著增量的矿山是 Tara、Antamina、Kipushi 和 OZ，基本保持如预期增长其中：

Tara 矿复产 2025 年上半年产量 4.2 万吨，2024 年全年产量仅有 0.63 万吨，按产量顺推全年至少贡献增量 8 万吨；

Antamina 矿山 2 季度产量进一步抬升提高至 12.3 万吨，环比增加 6.3 万吨，上半年产量 18.3 万吨，同比增加 6.3 万吨。2024 年全年产量 26.8 万吨，预计产量 42-46 万吨，取中值 44 万吨，全年贡献产量 18 万吨左右；

Kipushi2024 年 6 月重启，2025 年 1 季度产量 4.27 万吨，2 季度产量 4.18 万吨，全年计划产量 18-24 万吨，取中值增量贡献达到 16 万吨；

OZ 矿于 2024 年 9 月份开始复产，截至目前尚未公开过产量信息，但 OZ 矿源源不断流入中国，使得北方地区矿供应相较南方较为充足，同样未听闻 OZ 矿扰动事件，因此预计 OZ 全年贡献 20 万吨增量；

Gamsberg2025 年上半年产量 8.45 万吨，同比增加 4 万吨左右，全年预计贡献增量 6 万吨。

减量主要来源于 Teck 资源的红狗矿：红狗矿因为品味下滑和资源枯竭，2025 年上半年产量 25.3 万吨，同比减少 3 万吨，全年预计产量减少 10 万吨左右。

按照上述统计主要矿山全年指引产量，2025 年产量预计增加 55 万吨左右，基本符合去年年底预期，截至目前尚未出现较为规模性的矿端扰动事件。

表 1: 海外样本矿山产量跟踪（单位：万吨）

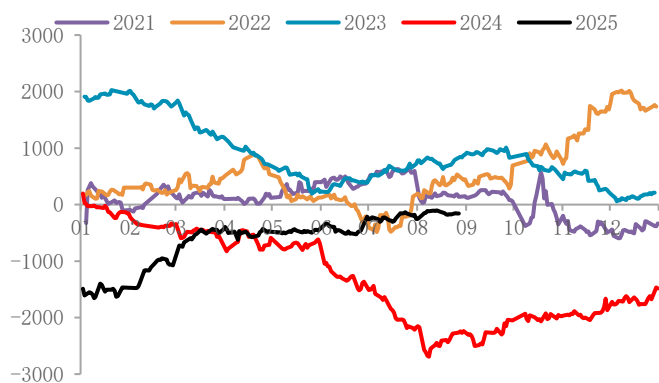
公司	矿山	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24全年	25Q1	25Q2	25E(Q1)
Boliden	Tara	0.00	0.00	0.00	0.63	0.63	2.16	2.04	
	Garpenberg	2.78	2.60	3.10	2.43	10.91	2.46	2.33	
	The Boliden Area	1.19	1.17	1.41	1.11	4.88	1.17	1.07	
Sociedad Minera El Brocal	El Brocal	0.13	0.00	0.00	0.00	0.13	0.00	0.00	
Buenaventura	Uchucchacua	0.55	0.48	0.62	0.47	2.12	0.53	0.69	2.43-2.68
	Tambomayo	0.13	0.15	0.40	0.12	0.80	0.05	0.09	
Fresnillo plc	Fresnillo	1.17	1.13	1.44	1.34	5.07	1.11	1.11	9.3-10.3
	Saucito	0.67	0.89	0.93	0.92	3.41	0.94	1.20	
	Cienega	0.08	0.08	0.06	0.09	0.32	0.04	0.01	
	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	0.52	
KAZ Minerals	East Region&Bozymchak	1.05	1.20	0.88	1.15	4.28	0.93	财报未公布	
Lundin Mining (已被Boliden收购)	Neves-Corvo	2.64	2.57	2.96	2.78	11.00	2.77	2.22	11.00
	Zinkgruvan	1.92	2.17	1.71	2.41	8.20	2.13	2.61	8.20
MMG	Dugald River	4.47	3.45	3.48	4.95	16.40	4.09	4.36	17-18.5
	Rosebery	1.45	1.57	1.16	1.45	5.60	1.09	1.26	4.5-5.5
Newmont	Pe asquito	5.70	6.50	5.91	7.70	25.81	5.90	6.70	23.60
Nexa	Cerro Lindo	2.43	2.41	2.31	1.47	8.62	1.70	2.33	8.5-8.8
	El Porvenir	1.29	1.21	1.28	1.27	5.1	1.19	1.36	5.9-7.2
	Atacocha	0.24	0.24	0.29	0.27	1.04	0.25	0.31	0.9-1.1
	Vazante	3.49	3.52	3.64	3.40	14.07	2.98	2.74	12.2-13.9
	Morro Agudo	0.57	0.57	0.00	0.00	1.14	0.00	0.00	0
	Aripuan	0.72	0.72	0.75	0.93	3.16	0.62	0.61	5.8-7.2
Sierra Metals	Yauricocha	0.46	0.51	0.51	0.56	2.04	0.49	财报未公布	
South32	Cannington	1.43	1.74	1.25	1.08	5.50	1.10	1.06	2.43-2.65
Teck Resources	Red Dog	14.53	13.94	14.25	12.84	55.50	11.68	13.66	43-47
Vedanta	Zinc India	29.90	26.30	25.60	26.50	108.30	31.00	26.50	
	Gamsberg	2.10	2.60	3.20	2.90	10.80	4.00	4.60	
	BMM	1.20	1.10	1.20	1.10	4.60	1.00	1.10	
New Century Resources	Centuury	1.60	6.50	5.80	3.24	17.14	3.00	财报未公布	
Ivanhoe Mines	Kipushi	0.00	0.00	1.78	3.23	5.03	4.27	4.18	18-24
Glencore	total (除Antamina)	18.41	19.09	20.59	23.20	81.29	18.51	20.11	79-83
BHP/Glencor/Teck	Antamina	6.47	5.56	6.78	7.98	26.79	6.03	12.28	42-46
OZ	Ozernoye								
总计		109.47	110.80	114.10	118.07	452.55	113.62	117(3家未公布)	

数据来源：SMM 公司财报 华泰期货研究院

冶炼积极性持续，国内供给压力不减

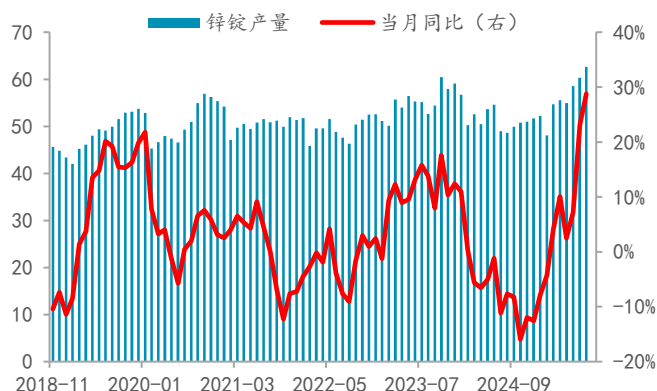
根据测算，锌锭冶炼端目前完全成本亏损 150 元/吨左右，副产品硫酸、白银等价格震荡偏强，叠加副产品收益，行业加权冶炼利润可达到 1200 元/吨左右。因此冶炼积极性持续较高，国内供给端压力不减。

图 5：锌锭冶炼利润|单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

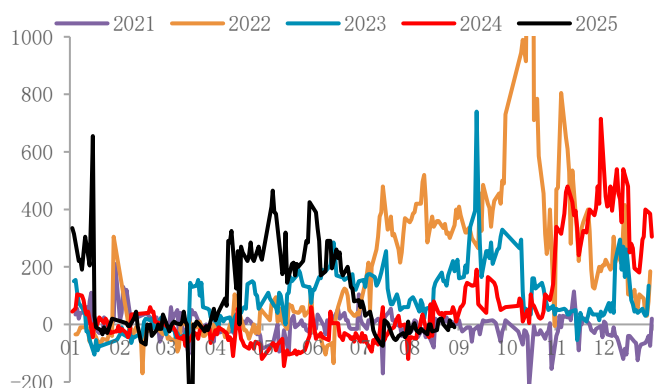
图 6：锌锭产量|单位：万吨、%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

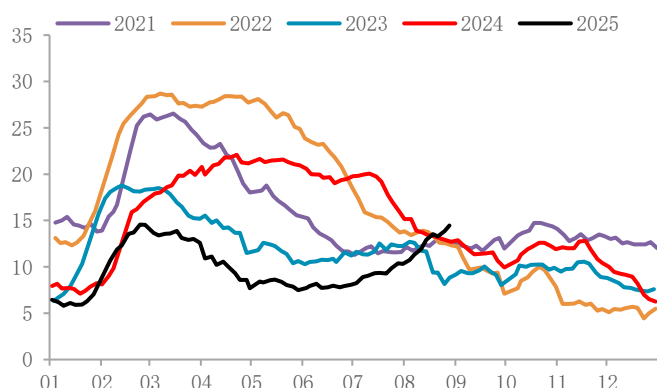
根据 SMM 数据统计，2025 年 1-8 月中国精炼锌产量 446.9 万吨，累计同比增加 7.5%，8 月份当月产量同比增加 28.8%，9 月份预计产量增速可达到 20%以上。国内供给端压力持续存在，即使消费旺季如预期来临，预计社会库存依旧不改累库趋势，下半年累库预期可达到 20 万吨以上。

图 7：锌隔月价差|单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 8：锌锭社会库存|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

国内价差表现方面，受限于供给压力，国内现货市场难有良好表现，且仓单库存快速增加，即使消费旺季，国内正套也难有驱动。

海外供给收缩，库存风险较高

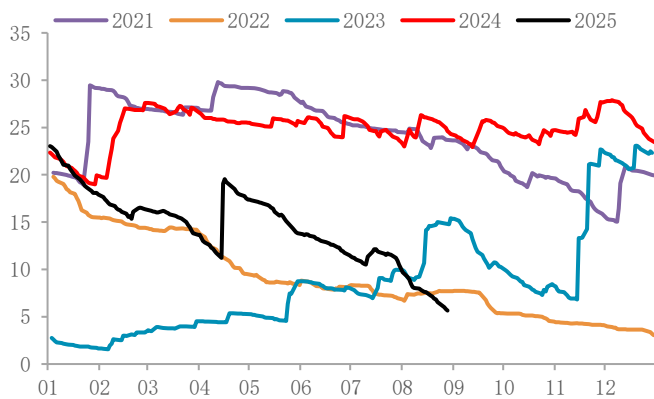
海外锌矿采购长协跨度久，长单占比高，锌矿 Benchmark 偏低，且海外冶炼厂悠久的历史，综合条件影响下，海外冶炼亏损减产较为明显。根据 CRU 数据统计，2025 年上半年海外精炼锌产量 340.4 万吨，同比减少 2.3%，环比减少 1.3%；下半年预计产量 333.8 万吨，同比减少 3.3%，环比减少 1.9%。

当前锌锭进口亏损 1800 元/吨左右，进口亏损持续扩大，造成中国精炼锌环比大幅度

回落，除了长单维持正常进口外，预计 3-4 季度进口保持在一个月 2 万吨左右。中国进口量的减少依旧未缓解海外的缺口，LME 库存持续下滑，内外比值方面离 2023 年年初出口窗口打开相差甚远，因此海内外的供需格局不平衡的局面短期难以解决，海外升水小幅走高，海外存在较高的库存风险。

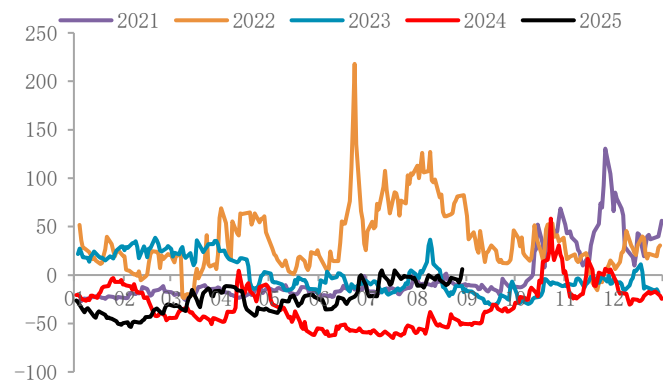
传统消费旺季依旧值得期待，且最大预期差有望来源于海外消费，关税问题实际对海外消费影响极为有限。1-7 月中国镀锌板带出口累计 812 万吨，累计同比增长 15.5%，月度出口数据并未呈现环比下滑。季节性消费旺季除了欧美发达地区季节性的补库需求外，同时还存在第三世界国家的真实的消费增长，从集装箱价格指数走势表现，除了美国航线出现了明显的回落，其余保持韧性，澳新及南非航线呈现上涨走势。

图 9: LME 库存|单位: 万吨



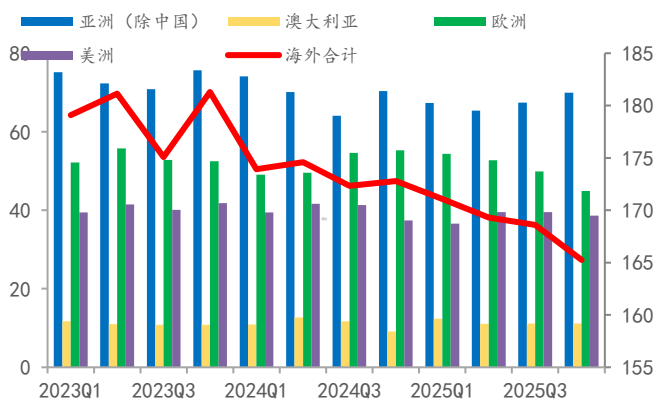
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10: LME 升水|单位: 美元/吨



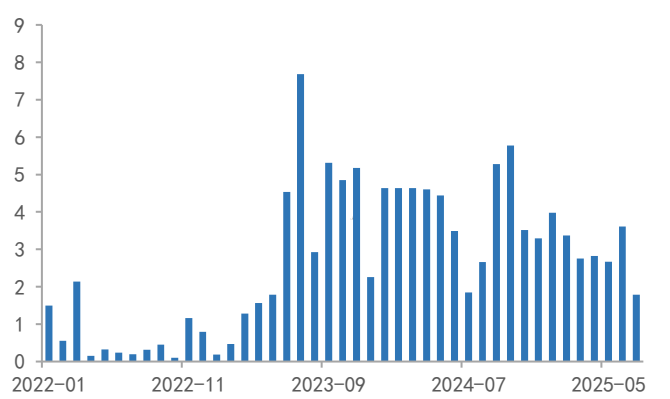
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 9: 海外锌锭产量|单位: 万吨



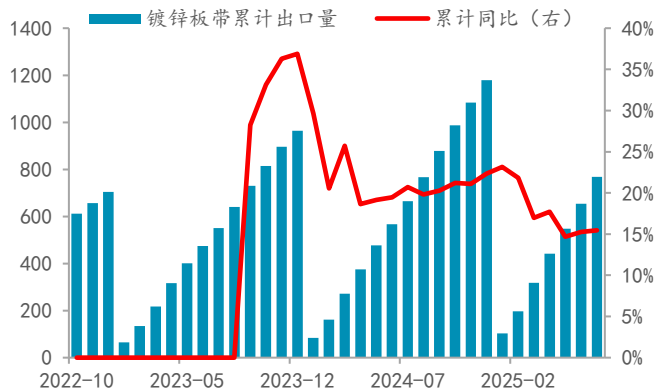
数据来源: CRU 华泰期货研究院

图 10: 中国锌锭净进口|单位: 万吨



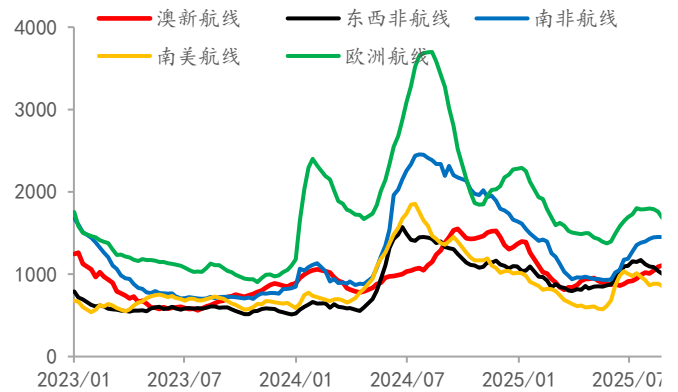
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10:镀锌板带出口|单位: 万吨、%



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 11:集装箱航运价格指数



数据来源: wind 华泰期货研究院

总结:

- 根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 113.6 万吨，同样本范围内，2 季度产量 117 万吨，其中有 3 家矿企财报尚未公布，假设此 3 家 2 季度产量与 1 季度相同，则 2 季度样本矿山产量 121.5 万吨，环比增加 8 万吨左右，同比增加 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 55 万吨左右。
- 1-7 月中国锌精矿进口累计 303.5 万吨，累计同比增长 45.2%，国产矿产量累计 206.77 万金属吨，累计同比小幅减少 6 万吨，国产矿提产难度较大，受地区特殊性和矿特殊性等多方面影响，供给增长不及预期。从冶炼角度出发中国不缺锌矿供应，但当前国产矿性价比更高且存在冬储预期，后期 TC 继续上涨难度较大。
- 2025 年 1-8 月中国精炼锌产量 446.9 万吨，累计同比增加 7.5%，8 月份当月产量同比增加 28.8%，9 月份预计产量增速可达到 20%以上。冶炼尚存利润，供给压力持续，即使消费旺季如预期来临，预计社会库存依旧不改累库趋势，下半年累库预期可达到 20 万吨以上。
- 根据 CRU 数据统计，2025 年上半年海外精炼锌产量 340.4 万吨，同比减少 2.3%，环比减少 1.3%；下半年预计产量 333.8 万吨，同比减少 3.3%，环比减少 1.9%。海外供给端受冶炼利润影响下滑，但消费维持相对强势，供需偏紧持续去库存在库存风险。内外比价方面进出口窗口均已关闭，短期内外供需格局不平衡的局面难解决。

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