

新能源&有色组锌产业年报

消费强势背景下供给压力难显现

本期分析研究员



陈思捷

从业资格号：F3080232
投资咨询号：Z0016047



师橙

从业资格号：F3046665
投资咨询号：Z0014806



封帆

从业资格号：F03139777
投资咨询号：Z0021579



王育武

从业资格号：F03114162
投资咨询号：Z0022466



“消费强势背景下供给压力难显现”

研究院 新能源&有色组

核心观点

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

电话: 021-60827969

邮箱: fengfan@htfc.com

从业资格号: F03139777

投资咨询号: Z0021579

王育武

电话: 021-60827969

邮箱: wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询号: Z0022466

联系人

蔺一杭

电话: 021-60827969

邮箱: linyihang@htfc.com

从业资格号: F03149704

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

矿端供应存在偏紧预期,海外矿供给增速放缓,国内矿存在贫化影响,火烧云矿山或因市场使用不畅造成产量增长难以对市场形成真实贡献的可能,TC难以形成上涨趋势,Benchmark或依旧低于100美元/吨,难以刺激海外冶炼的增长。国内同样存在冶炼厂面临综合成本亏损的情况,因此在2026年矿端供应偏紧的预期下,预计冶炼供给压力将会明显减弱。“十五五”开年叠加海外降息周期,对消费端保持良好的预期,在此基础上即使火烧云产量兑现较为顺利,2026年供需保持平衡状态,但依旧存在显性库存隐形化的可能,造成社会库存体现为下滑趋势。若火烧云投产较差,供需将会呈现偏紧的状态。

策略摘要

■ 市场分析

预计2025年海外锌精矿产量829万吨,同比增长42万吨。考虑主流矿山的运行情况以及其余小矿山的产量波动,预计2026年海外锌精矿产量可贡献9万吨增量。

2025年在不考虑火烧云情况下,新增和复产产能贡献5万吨,但叠加样本矿山产量的下滑,2025年国产矿供给给予同比小幅增加3万吨。2026年新增项目及复产项目预计产量贡献可达到6万吨左右,叠加火烧云少量矿外卖后的配矿使用,预计国产矿供给增量10万吨(不包含火烧云自用冶炼成锌锭的贡献),同时需要关注老样本矿山中因贫化问题造成的产量降低。

消费方面,2026年预计出口可带动锌消费增长12万吨;光伏方面锌消费同比下滑4万吨,风电装机贡献5万吨增量,电网铁塔、变压器等拉动锌消费5万吨;汽车贡献6-7万吨增量;投资结构性改革对冲地产消费的消化,2026年预计真实消费增速2.8%(20万吨)。

2026年锌锭供需平衡方面,供给端对于火烧云态度不一,在不考虑火烧云产量贡献的情况下,预计冶炼端供给增速1.7%,国内供应紧缺15万吨;即使给予火烧云较乐观的预期贡献15万吨增量,中国锌锭保持供需平衡,且存在下游主动补库造成隐形库存继续增加,表观消费进一步走强的可能。因此对于2026年锌价并不悲观。

策略

逢低买入保值

■ 风险

矿端超预期扰动

衰退引发流动性踩踏风险

地缘政治危机

目录

核心观点.....	2
策略摘要.....	2
一、锌矿.....	6
1.1 海外矿增长顺利如预期，但 2026 年供给压力明显下滑	6
二、精炼锌.....	9
2.1 海内外利润压力大，供给压力环比缓解.....	9
2.2 社会库存累库不及预期	12
三、下游消费.....	14
3.1 出口拉动镀锌消费	14
3.3 新能源电力拉动消费上涨	14
3.4 国内购置税减半，汽车增量看出口	16
3.5 国内消费结构性改革	17

图表

图 1：锌矿 TC 单位：元/吨 美元/吨	8
图 2：样本内国产锌矿产量 单位：万金属吨	8
图 3：全球锌精矿产量 单位：万吨	8
图 4：锌矿进口量 单位：吨 %	8
图 5：锌矿总库存 单位：万吨	9
图 6：锌矿进口盈亏 单位：元/吨	9
图 7：冶炼厂锌矿库存 单位：万吨	9
图 8：锌矿生产利润 单位：元/吨	9
图 9：沪锌升贴水 单位：元/吨	10
图 10：LME 升贴水 美元/吨	10
图 11：沪锌隔月价差 单位：元/吨	11
图 12：LME 价差季节性 单位：美元/吨	11
图 13：锌锭冶炼利润 单位：元/吨	11
图 14：硫酸价格 单位：元/吨	11
图 15：锌锭日均产量 单位：万吨	11

图 16: 锌锭产量 单位: 万吨 %.....	11
图 17: 锌锭进口 单位: 万吨 %.....	12
图 18: 锌锭进口盈亏 单位: 元/吨.....	12
图 19: 海外产量 单位: 万吨.....	12
图 20: 锌锭出口盈亏 单位: 元/吨.....	12
图 21: 欧洲天然气 单位: 万吨.....	12
图 22: 欧洲电价 单位: EUR/MWH、PLN/MWH.....	12
图 23: 锌锭七地社会库存 单位: 万吨.....	13
图 24: 交易所库存 单位: 万吨.....	13
图 25: 冶炼厂库存 单位: 万吨.....	13
图 26: LME 库存 单位: 万吨.....	13
图 27: 挖掘机销量 单位: 万台、%.....	14
图 28: 镀锌板带出口 单位: 万吨 %.....	14
图 29: 光伏装机 单位: GW.....	15
图 30: 风电装机 单位: GW.....	15
图 31: 电力投资 单位: %.....	16
图 32: 汽车产量 单位: 万辆、%.....	16
图 33: 新能源汽车产量 单位: 万辆、%.....	16
图 34: 汽车出口 单位: 万辆、%.....	17
图 35: 汽车库存: 单位: 万台.....	17
图 36: 固定资产投资 单位: %.....	17
图 37: 投资分项 单位: %.....	17
图 38: 家电产量累计同比 单位: %.....	18
图 39: 地产相关数据同比 单位: %.....	18
图 40: 锌渣折价比例 单位: %.....	18
表 1: 海外主流锌矿产量跟踪 单位: 万吨.....	7
表 2: 国内矿山新增产能 单位: 万吨.....	8
表 3: 全球锌矿供需平衡 单位: 万吨.....	14
表 4: 全球电解锌供需平衡 单位: 万吨.....	19

一、锌矿

1.1 海外矿增长顺利如预期，但 2026 年供给压力明显下滑

根据海外跟踪样本矿山数据显示，2025 年 3 季度海外矿山产量 130 万吨，同比增长 12.6 万吨；1-3 季度样本累计产量 375.5 万吨，同比增加 32.6 万吨。

增量方面，主要源于预期内的新增产能和复产项目，Kipushi 如期复产，品位提升回收率提高，且随着发电机组的投入后，预计产量仍有望抬升。前期因为电力问题造成今年产量或只能达到指引产量偏低区间，2026 年的指引产量提高到 25 万吨，预计产量贡献可同比增加 6 万吨。

Antamina 是今年海外贡献增量的主要矿山之一，1-3 季度锌精矿产量同比增加 17.2 万吨，全年预计产量 42-46 万吨，2024 年产量仅有 26.8 万吨。但当前已明确 2026-2028 年将转向铜矿生产为主，产量将低于 2025 年，2026 年预计产量 25-30 万吨，产量同比下滑 15 万吨。

Tera 矿的复产节奏相对不及预期，前三季度产量 6 万吨，3 季度因短暂停运产量环比 2 季度小幅下滑，2025 年该矿山贡献 8 万吨增量，2026 年将继续复产提产进程，但产量的同比贡献量降至 1-2 万吨。

Gamsberg 因为产能利用率的提高以及高品位矿占比提高，产量明显增加，预计 2025 年可贡献产量增量达到 9 万吨。2026 年下半年其仍有项目扩产计划，预计可贡献 5 万吨产量增量。

Grupo Mexico 因矿山品味提高产量增加，2025 年贡献增量 5 万吨，老矿山运行平稳，新矿山仍在建设中，投产或在 2029 年，因此该公司预计 2026 年贡献增量不足 1 万吨。

主流增量矿山除了上述以外只剩下 OZ 矿，由于 OZ 并不为上市公司，难以得到公开数据，根据 CRU 数据判断 2025 年贡献增量 20 万吨，预计 2026 年贡献增量 10 万吨。

增量方面，最大影响即红狗矿因品位下滑所致，前三季度产量 37.5 万吨，同比下滑 5.2 万吨，2025 年指引产量 43-47 万吨，同比造成减量 8 万吨左右。2026 年指引产量 37.5-41.5 万吨，同比将会继续减少 8-10 万吨左右。

根据 CRU 数据统计，预计 2025 年海外锌精矿产量 829 万吨，同比增长 42 万吨，考虑主流矿山的运行情况以及其余小矿山的产量波动，预计 2026 年海外锌精矿产量可贡献 9 万吨增量。

表 1: 海外主流锌矿产量跟踪 | 单位: 万吨

公司	矿山	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24全年	25Q1	25Q2	25Q3
Boliden	Tara	0.00	0.00	0.00	0.63	0.63	2.16	2.04	1.86
	Garpenberg	2.78	2.60	3.10	2.43	10.91	2.46	2.33	2.77
	The Boliden Area	1.19	1.17	1.41	1.11	4.88	1.17	1.07	1.22
	Somincor	2.64	2.57	2.96	2.78	11.00	2.77	2.22	2.93
	Zinkgruvan	1.92	2.17	1.71	2.41	8.20	2.13	2.61	2.02
Grupo Mexico		2.64	2.94	3.11	3.8	12.49	3.94	4.59	4.55
Buenaventura	Uchucchacua	0.55	0.48	0.62	0.47	2.12	0.53	0.69	
	Tambomayo	0.13	0.15	0.40	0.12	0.80	0.05	0.09	0.7
Fresnillo plc	Fresnillo	1.17	1.13	1.44	0.92	4.66	1.15	1.11	0.97
	Saucito	0.67	0.89	0.93	0.96	3.41	0.80	1.20	0.96
	Cienega	0.08	0.08	0.06	0.07	0.29	0.08	0.01	0
	San Julian	0.32	0.35	0.38	0.59	1.64	0.42	0.35	0.3
	Juanicipio	0.37	0.48	0.43	0.45	1.68	0.45	0.52	0.54
KAZ Minerals	East Region&Bozymchak	1.05	1.20	0.88	1.15	4.28	0.93	1.11	
MMG	Dugald River	4.47	3.45	3.48	4.95	16.40	4.09	4.36	4.81
	Rosebery	1.45	1.57	1.16	1.45	5.60	1.09	1.26	1.26
Newmont	Pe asquito	5.70	6.50	5.91	7.70	25.81	5.90	6.70	5.90
Nexa	Cerro Lindo	2.43	2.41	2.31	1.47	8.62	1.70	2.33	2.23
	El Porvenir	1.29	1.21	1.28	1.27	5.1	1.19	1.36	1.44
	Atacocha	0.24	0.24	0.29	0.27	1.04	0.25	0.31	0.29
	Vazante	3.49	3.52	3.64	3.40	14.07	2.98	2.74	3.37
	Morro Agudo	0.57	0.57	0.00	0.00	1.14	0.00	0.00	0.00
	Aripuan	0.72	0.72	0.75	0.93	3.16	0.62	0.61	1.04
Sierra Metals	Yauricocha	0.46	0.51	0.51	0.56	2.04	0.49	0.58	0.52
South32	Cannington	1.43	1.74	1.25	1.08	5.50	1.10	1.06	0.83
Teck Resources	Red Dog	14.53	13.94	14.25	12.84	55.50	11.68	13.66	12.20
	Zinc India	29.90	26.30	25.60	26.50	108.30	26.50	25.80	25.80
Vedanta	Gamsberg	2.10	2.60	3.20	2.90	10.80	4.60	5.10	4.90
	BMM	1.20	1.10	1.20	1.10	4.60	1.10	0.90	1.10
New Century Resources	Centuury	1.60	6.50	5.80	3.24	17.14	3.00	3.20	3.00
Ivanhoe Mines	Kipushi	0.00	0.00	1.78	3.23	5.03	4.27	4.18	5.27
Glencore	total (除Antamina)	18.41	19.09	20.59	23.20	81.29	18.51	20.11	24.42
BHP/Glencor/Teck	Antamina	6.47	5.56	6.78	7.98	26.79	9.13	14.2	12.67

资料来源: SMM 公开财报 CRU 华泰期货研究院

国产矿方面, 根据 SMM 样本内矿山数据统计, 1-10 月国产锌矿产量 305.8 万吨, 同比减少 5.6 万吨, 由于国内现有矿山贫化等因素, 造成样本内老矿山产量呈现下滑趋势。火烧云矿山不确定较大, 矿山产量增量毋庸置疑, 但产量对市场贡献情况有待考究, 因其矿山的特殊性其他适配性较低, 即使转变成氧化矿或仍有扰动, 因此火烧云矿山供给增量无需过度关注, 而需重点关注其自身冶炼厂的提产速度, 自身冶炼厂若能顺利投产才能使得其矿山增量形成对市场供给的贡献。

2025 年在不考虑火烧云情况下, 新增和复产产能贡献 5 万吨, 但叠加样本矿山产量的下滑, 2025 年国产矿供给给予同比小幅增加 3 万吨。2026 年新增项目及复产项目预计产量贡献可达到 6 万吨左右, 叠加火烧云少量矿外卖后的配矿使用, 预计国产矿供给增量 10 万吨 (不包含火烧云自用冶炼成锌锭的贡献), 同时需要关注老样本矿山中因贫化问题造成的产量降低。

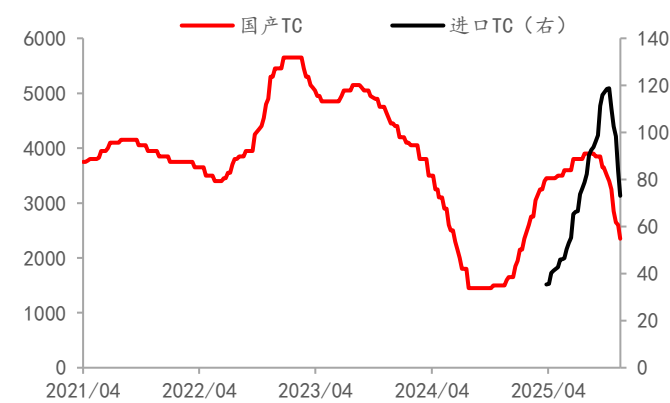
进口方面, 根据海关总署数据显示, 1-10 月进口锌矿 434.9 万吨, 累计同比增长 36.6%。由于从 6 月份开始锌矿进口面临持续亏损, 因此锌矿月度进口情况同比增速快速回落。

表 2: 国内矿山新增产能 | 单位: 万吨

省份	企业	2025 年释放量	性质
新疆	火烧云	4	已投产
内蒙古	林西天成矿业	0.5	2025.6 复产
江西	江西铜业银珠山	1	已投产
内蒙古	西部铜业	2.2	已投产
西藏	鑫湖矿业	0.7	已投产
甘肃	瑞能矿业	2	扩建计划 2025 年年底
甘肃	金徽矿业	2	新建 2026.1 计划投产
陕西	西北有色铅锌集团	0.1	扩建
贵州	猪拱塘	1	新建
内蒙古	比利亚矿业	0.5	复产计划 2025 年年底

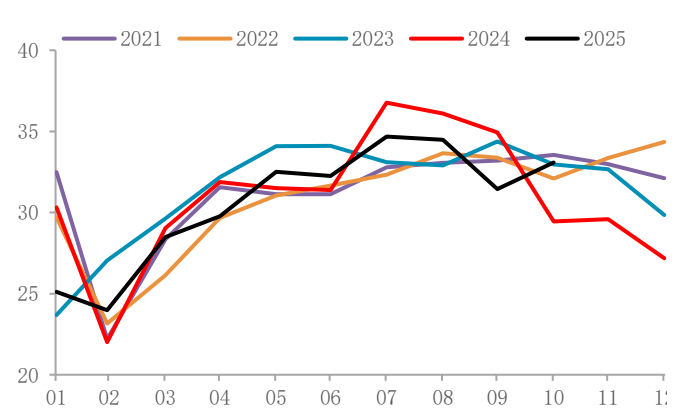
资料来源: 百川 华泰期货研究院

图 1: 锌矿 TC | 单位: 元/吨 美元/吨



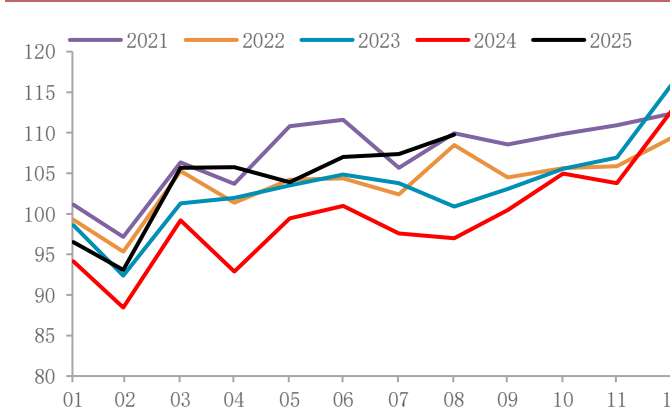
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 2: 样本内国产锌矿产量 | 单位: 万金属吨



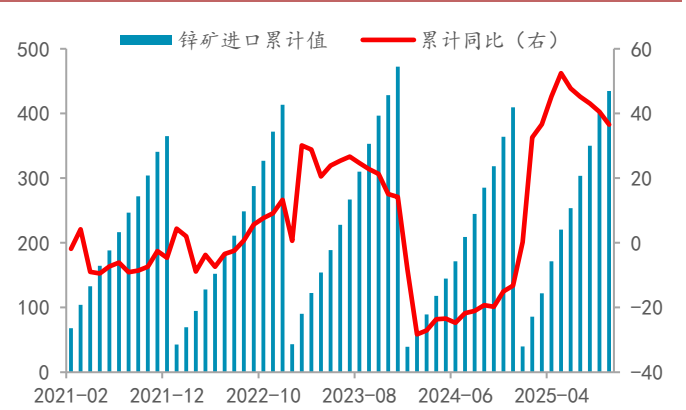
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 3: 全球锌精矿产量 | 单位: 万吨



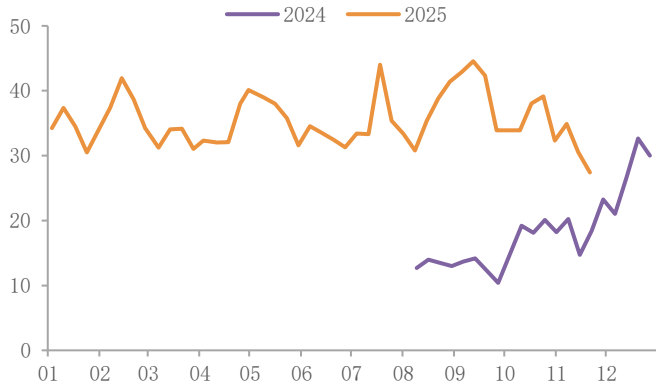
数据来源: ILZSG 华泰期货研究院

图 4: 锌矿进口量 | 单位: 吨 %



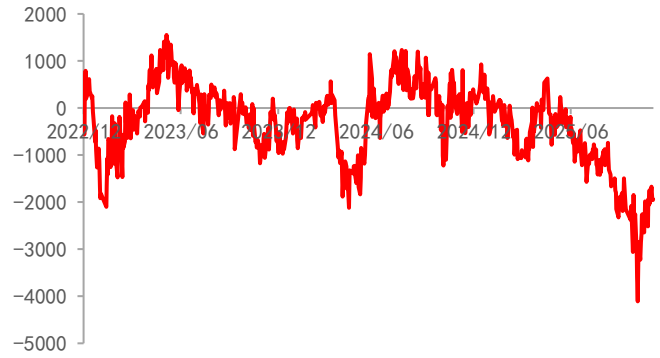
数据来源: SMM Wind 华泰期货研究院

图 5：锌矿总库存 | 单位：万吨



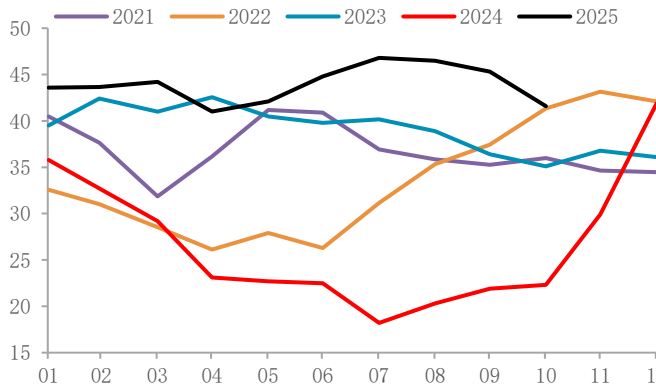
数据来源：SMM 华泰期货研究院

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：冶炼厂锌矿库存 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 8：锌矿生产利润 | 单位：元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

二、精炼锌

2.1 海内外利润压力大，供给压力环比缓解

国内的供给压力在下半年开始显现，根据 SMM 数据显示，从 6 月份开始日均产量环比开始大幅度提升，7 月份开始月度产量同比增速开始超过 20%，锌锭社会库存从 7 月份开始加速累库，在高供给的压力下国内现货从升水结构快速转为贴水结构。绝对价格方面，在经历上半年交易供给压力价格从高点超 25000 元/吨快速回落至 22000 元/吨之后，下半年在供给压力兑现后，绝对价格在 21500-23000 元/吨区间震荡，主要源于宏观方面的支撑，相较于铜铝价格，实际锌的相对价格仍处于下滑状态。

根据 SMM 数据统计，1-10 月锌锭累计产量 568.6 万吨，累计同比增加 10.1%，预计全年产量 590 万吨，累计同比增加 11.5%。进口方面，根据海关数据统计 1-10 月中国精炼锌累计进口 27.7 万吨，累计同比减少 26.6%。进口方面，2025 年中国锌锭进口长单每月约 1.5-2 万吨，从 5 月

份开始进口窗口开始关闭，并且持续呈现外强内弱的格局，进口亏损持续扩大，直至 10 月份开始出口窗口打开。预计 2026 年中国锌锭进口长单将会明显减少，并有望趋于零，甚至阶段性持续出口窗口打开，中国锌锭呈现净出口格局，将会有效缓解国内供给压力。

9 月开始国产矿 TC 开始回落，10 月份开始进口矿 TC 跟随同步开始回落，国内冶炼厂冶炼亏损开始扩大，从最小亏损 100 元/吨扩大至亏损 1300 元/吨，即使在硫酸价格重心持续上涨的情况下，目前行业加权处于盈亏平衡状态，高成本地区开始面临综合成本亏损。

供给端日均产量从高点 2.02 万吨下滑至 1.99 万吨，在海外矿山新增产量如预期般顺利的情况下，TC 却呈现下滑趋势，从矿端供应的角度来看，虽然 2026 年依旧呈现增长态势，但预期最差阶段已经结束。因此从冶炼利润角度考虑，供应端当前压力依旧但预期将有望环比减弱。

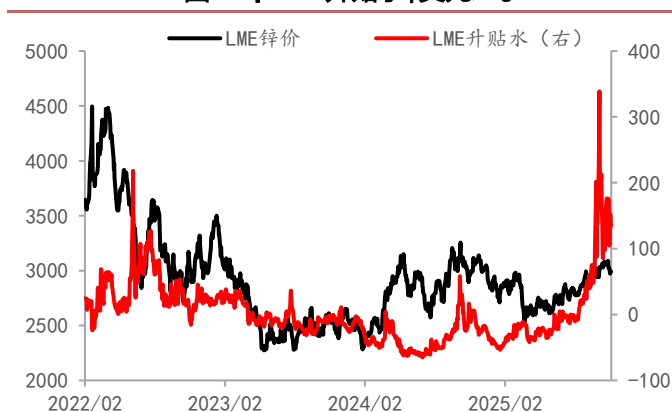
海外供给问题可能仍无法解决，根据 CRU 数据预测 2025 年海外锌锭产量 683.6 万吨，环比减少 1.4%，欧洲地区贡献了持续减量，这与电力成本问题存在不可避免的关联。自欧洲能源危机过后，电力成本迟迟未能降至能源危机之前，甚至高于国内电价。此外澳洲和美国等地区同样面临电力成本问题，如若 2026 年锌矿 Benchmark 定价相较今年难有明显好转，长期来看海外的供应端难以对锌价形成压力，更多需要关注消费的可持续性。

图 9：沪锌升贴水|单位：元/吨



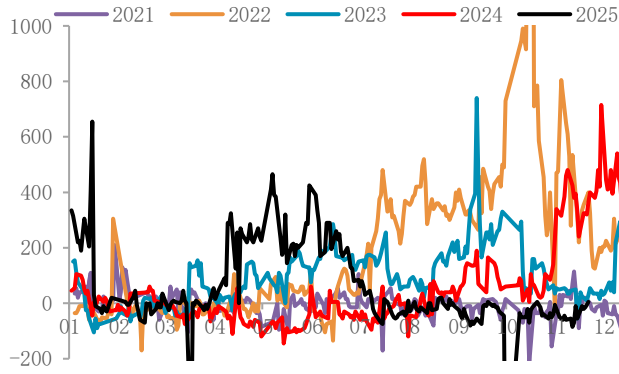
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 10：LME 升贴水|美元/吨



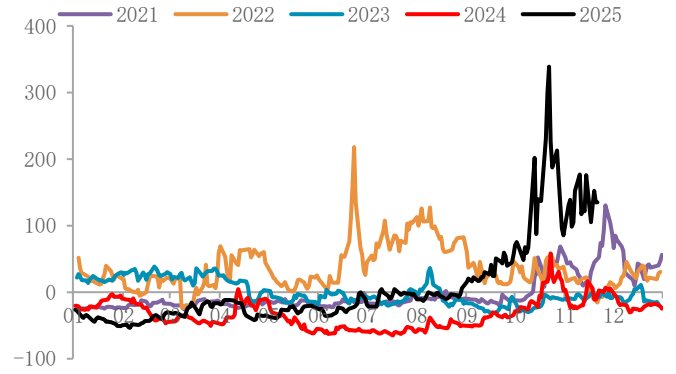
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 11：沪锌隔月价差|单位：元/吨



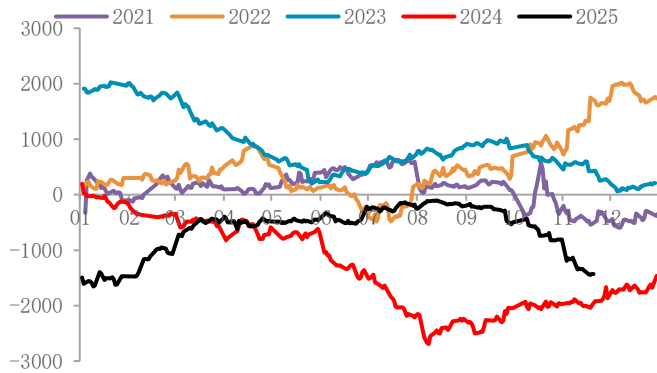
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 12：LME 价差季节性|单位：美元/吨



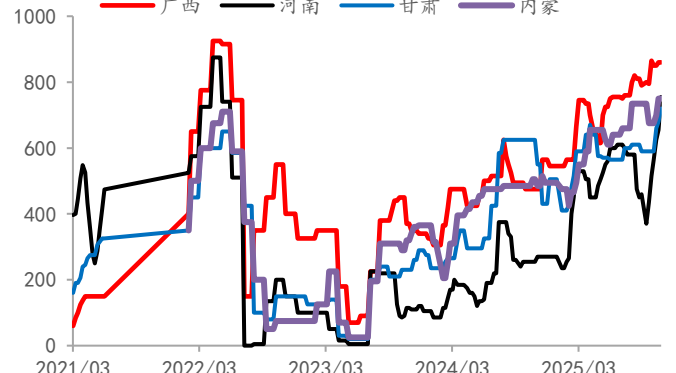
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 13：锌锭冶炼利润|单位：元/吨



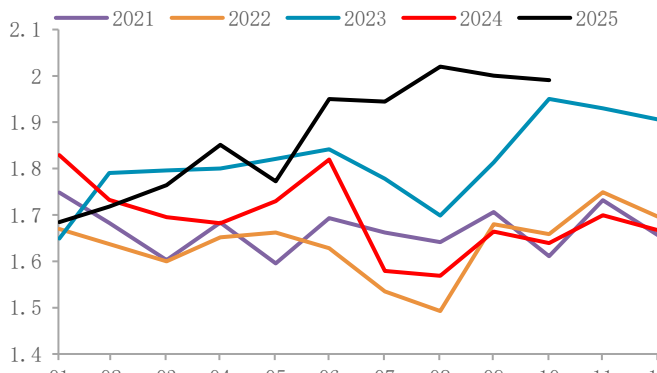
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 14：硫酸价格|单位：元/吨



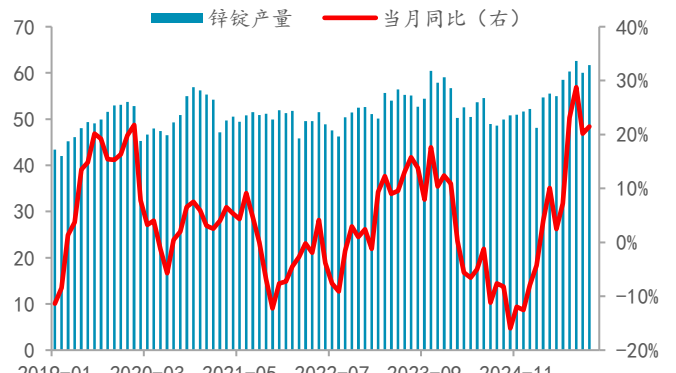
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 15：锌锭日均产量|单位：万吨



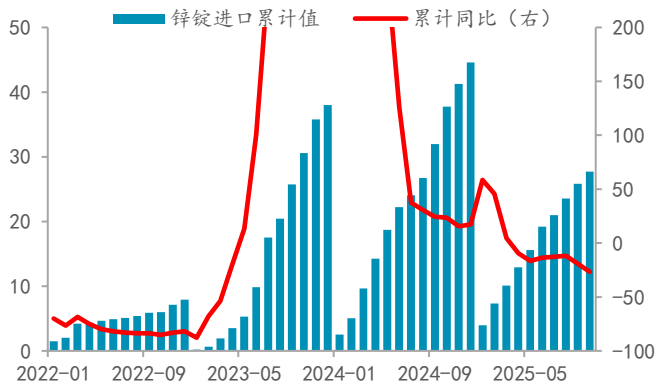
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 16：锌锭产量|单位：万吨 %



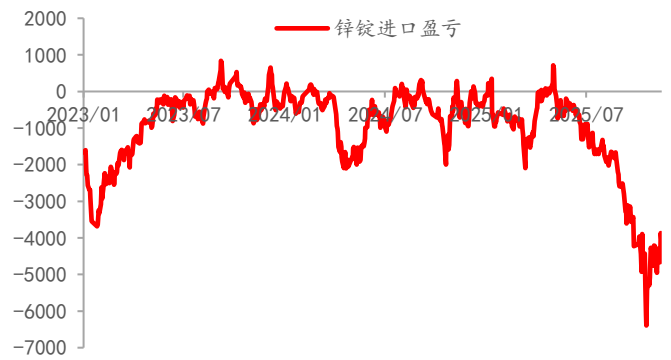
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 17：锌锭进口|单位：万吨 %



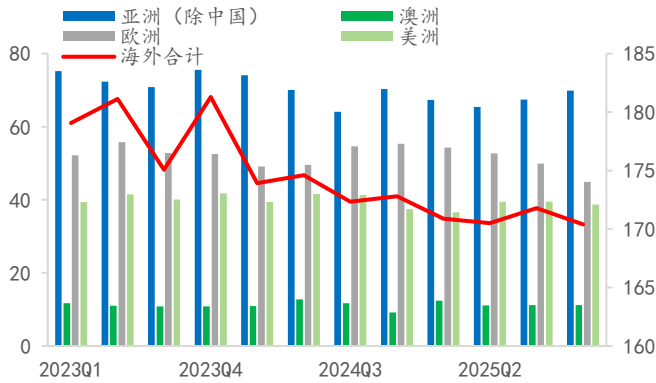
数据来源：SMM 海关总署 华泰期货研究院

图 18：锌锭进口盈亏|单位：元/吨



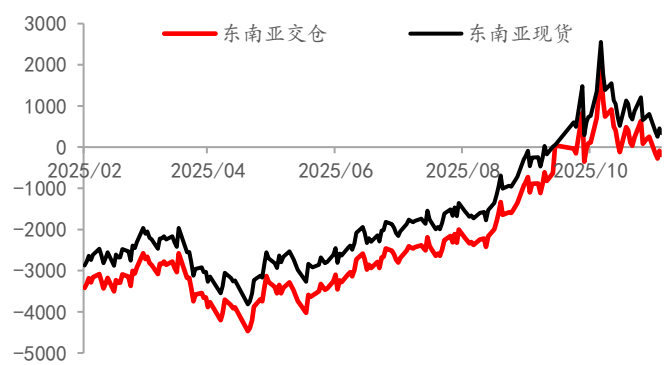
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 19：海外产量|单位：万吨



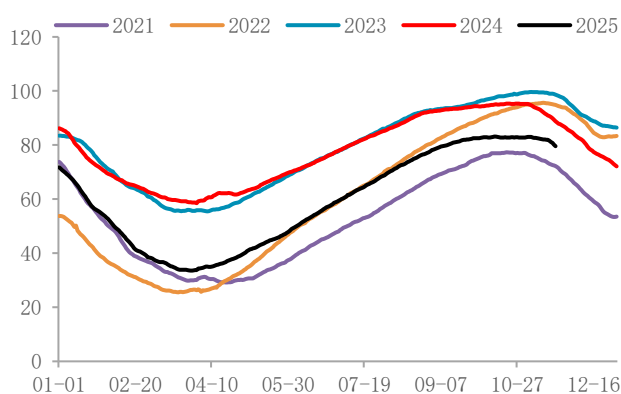
数据来源：CRU 华泰期货研究院

图 20：锌锭出口盈亏|单位：元/吨



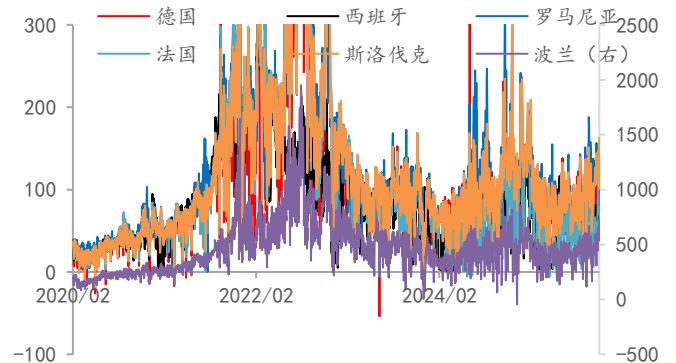
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 21：欧洲天然气|单位：万吨



数据来源：彭博 华泰期货研究院

图 22：欧洲电价|单位：EUR/MWH、PLN/MWH



数据来源：彭博 华泰期货研究院

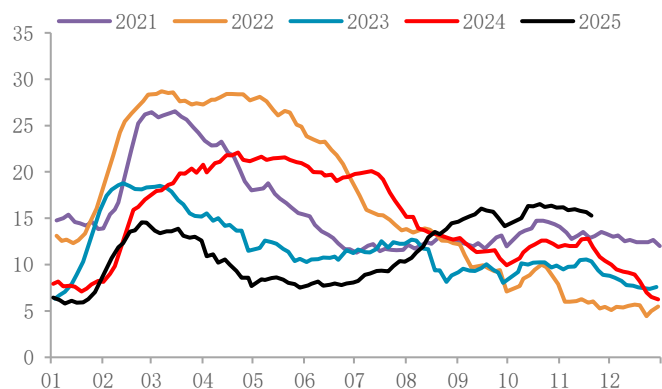
2.2 社会库存累库不及预期

上半年内需坚韧出口拉动消费，叠加供给端尚未释放压力，春节累库不及预期，旺季去库至历史低点。下半年，在供给预期兑现后原本预计社会库存累库至 20 万吨，但实际由于内需超预期增长以及海外的仓单风险造成出口窗口

打开，10 月份开始社会库存虽然处于历史同期高位，但却呈现重心季节性去库的走势，今年社会库存的高点仅有 16 万吨。对于累库不及预期的表现有以下几种因素：1、消费结构性改革，地产传统基建的下行让我们低估了实际消费，目前产成品库存同样开始去库，侧面印证实际消费强势；2、中间加工品合金化规模扩大，造成显性库存隐形化，当隐性库存与中间加工品产能同比例扩大时，说明隐性库存并不会造成企业的资金压力，因此对绝对价格难以形成利空影响；3、出口窗口打开，贸易商及冶炼厂开始打通海外销售路线。国内若后期因成本问题造成供给端被压缩，去库节奏有望加速，对锌价形成利多因素。

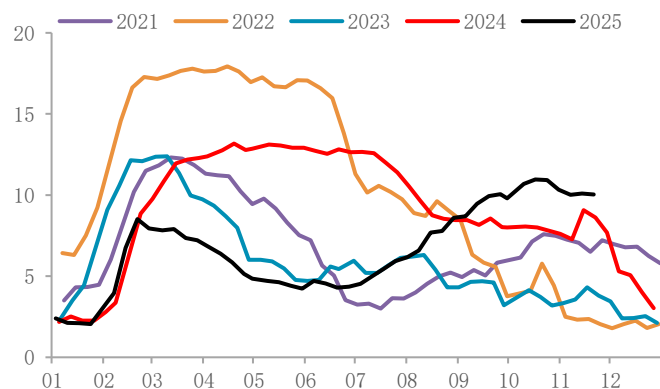
LME 库存从年初 23 万吨降至最低点 3.5 万吨，并出现仓单风险现货升水快速走高，虽然随后出现小幅增长，但库存绝对值依旧处于低位，仓单风险尚未化解。一方面由于海外供应端存在超预期的减产情况，另一方面则由于消费的强势表现，海外关税贸易战等行为并未影响到实际消费。

图 23：锌锭七地社会库存|单位：万吨



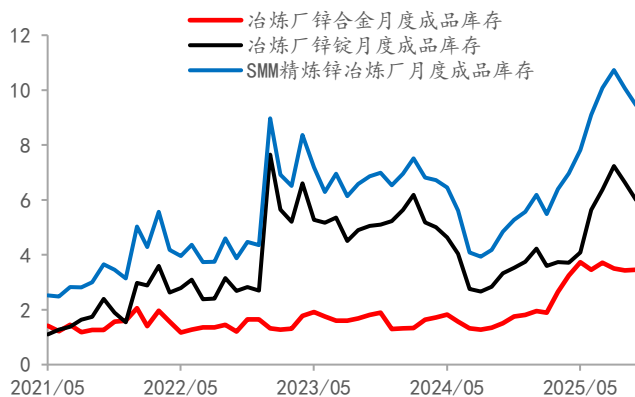
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 24：交易所库存|单位：万吨



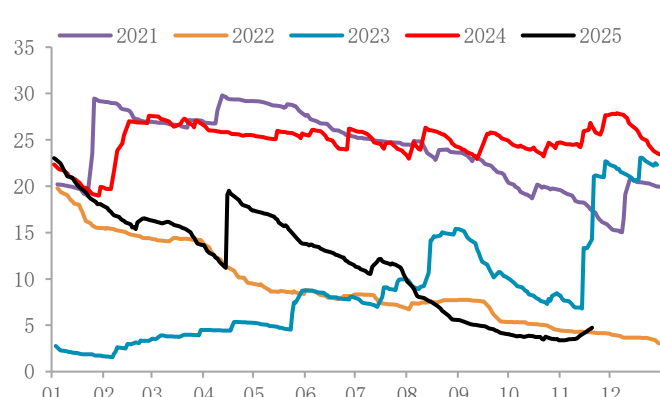
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 25：冶炼厂库存|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 26：LME 库存|单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

表 3: 全球锌矿供需平衡 | 单位: 万吨

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
锌矿产量	海外产量	852	849	838	787	829	839
	增速		-0.4%	-1.3%	-6.1%	5.3%	1.2%
	中国产量	416	411	418	411	414	425
	增速		-1.2%	1.7%	-1.7%	0.7%	2.7%
	全球产量	1268	1260	1256	1198	1243	1264
	增速		-0.6%	-0.3%	-4.6%	3.8%	1.7%
消费量	海外消费	688	632	634	609	599	600
	增速		-8.1%	0.3%	-3.9%	-1.6%	0.2%
	中国消费	571	561	621	580	648	670
	增速		-1.8%	10.7%	-6.5%	11.6%	3.5%
	全球消费	1259	1193	1255	1189	1247	1270
	增速		-5.3%	5.2%	-5.2%	4.8%	1.9%
供需平衡	海外供需平衡	164	217	204	178	230	239
	中国供需平衡	-155	-150	-203	-169	-234	-245
	全球供需平衡	9	67	1	9	-4	-6

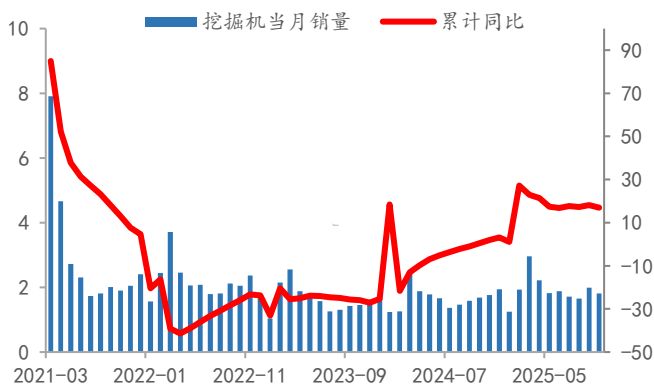
资料来源: SMM CRU 华泰期货研究院

三、下游消费

3.1 出口拉动镀锌消费

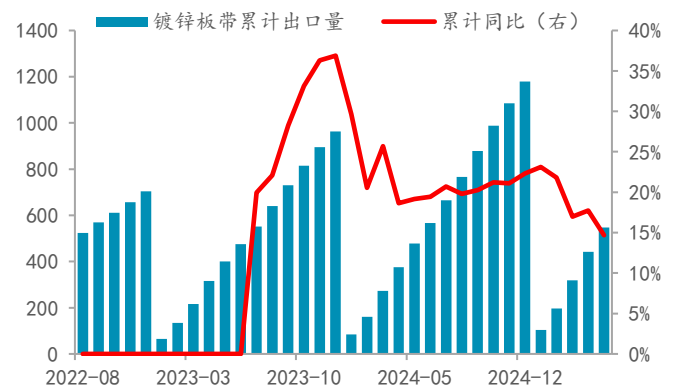
根据海关数据统计, 1-10 月中国镀锌板带累计净出口 1110.1 万吨, 累计同比增长 12.4%, 挖掘机的销售累计增速达到 17%, 此数据与中国的地产和基建增速明显不匹配, 更多源于中国第三世界国家的开发带动当地的基建需求, 因此 2026 年出口方面对商品的消费拉动将有望维持高增速贡献, 并有望持续多年。考虑镀锌板带、角钢和汽车轮胎等其他出口, 预计 2026 年可带动锌消费增长 12 万吨。

图 27: 挖掘机销量|单位: 万台、%



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 28: 镀锌板带出口|单位: 万吨 %



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

3.3 新能源电力拉动消费上涨

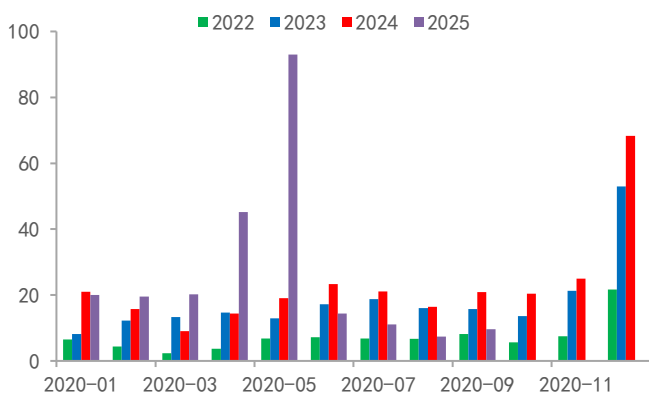
根据数据统计, 1-9 月中国光伏装机 240.4GW, 同比增长 49.4%, 受

《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》影响，装机被提前消费，预计全年装机量 280-290GW，同比增速下滑至 3-5%。对 2026 年初步预期，装机 250GW 左右，同比下滑 10%左右。考虑到集中式光伏占比提高从而拉动镀锌需求，预计 2026 年光伏方面锌消费 38 万吨，同比下滑 4 万吨。

“十五五”开年在电网及新能源电力方面有明确目标，预计五年累计增量可达到 600GW，平均每年可达到 120GW 装机增量，并不排除开年加速完成的可能。根据数据统计，1-10 月中国风电装机 70GW，全年预计装机量 104GW，对应锌消费 31 万吨，同比增加 7 万吨。2026 年预计装机 120GW，对应锌消费量 36 万吨，贡献增量 5 万吨。

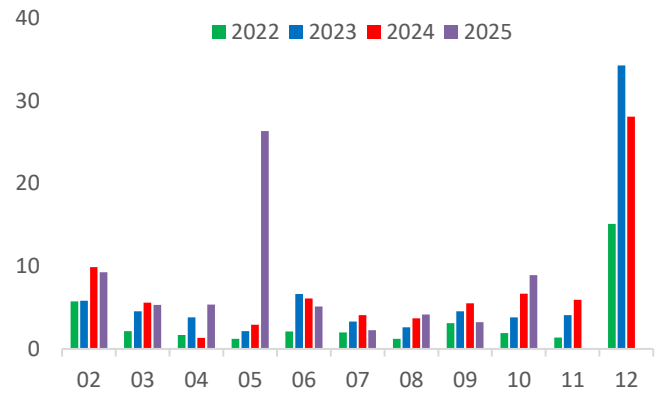
根据数据统计 1-10 月中国电网建设累计投资 4378 亿元，累计同比增长 9.9%。2026 年是十五五规划的起始年，特高压将会推进“疆电入川”“陇电入浙”等工程，强化跨区域输电能力，并进行农村电网升级改造等。预计十五五电网年均复合增长率可达到 8%，并且存在开始两年提速推进的可能。评估电网铁塔、变压器等拉动锌消费 5 万吨。

图 29：光伏装机|单位：GW



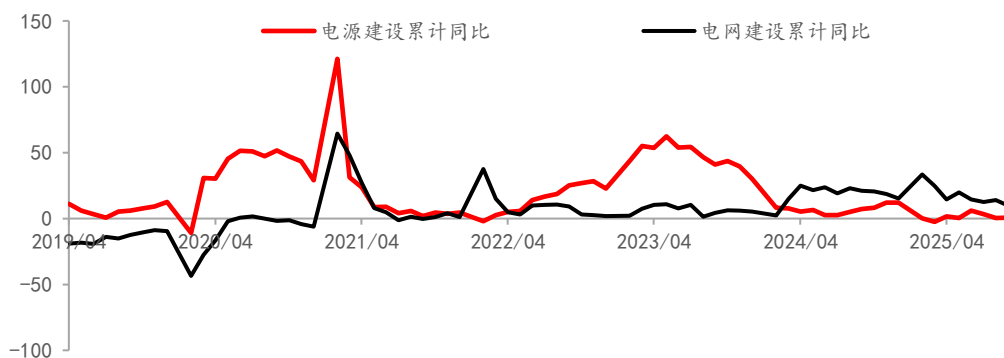
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 30：风电装机|单位：GW



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 31：电力投资|单位：%



数据来源：wind 华泰期货研究院

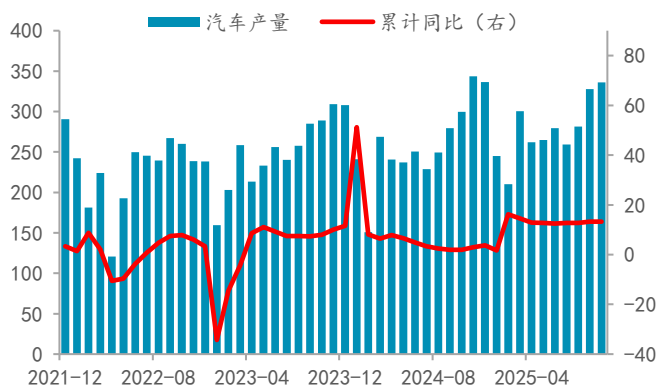
3.4 国内购置税减半，汽车增量看出口

根据中国汽车工业协会数据显示，1-10 月中国汽车累计产量 2769.2 万辆，累计同比增长 13.2%，其中新能源车产量累计同比增长 33.1%，传统车产量累计同比减少 0.1%，综合数据远远好于年初预期。预计全年汽车累计产量 3350 万辆，累计同比增加 10.3%（322 万辆）。

其中需要关注出口，根据汽车工业协会数据显示，1-10 月中国累计汽车出口量 561.5 万辆，同比增加 15.7%，依此数据推算全年出口贡献增量 110 万辆。根据海关数据显示，中国汽车出口（包含底盘）累计值为 651 万辆，同比增长 23.3%，依此数据推算全年出口贡献增量 180 万辆，虽然这其中包含二手车出口，但同样可以看出汽车的出口对中国汽车产量做出了明显贡献。

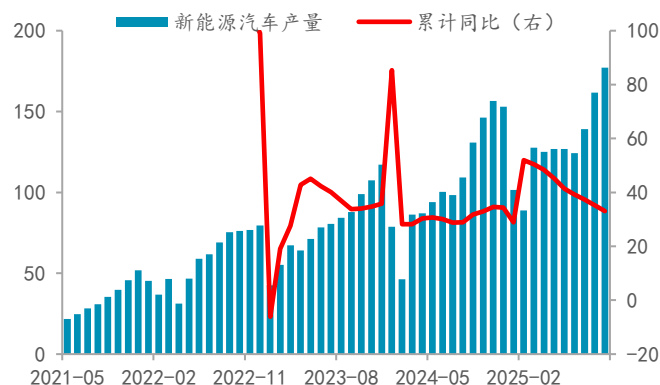
2026 年虽然中国汽车购置税减半，或可能对汽车产量造成压力，但目前单月出口增速仍维持提速的状态下，在出口的乐观预期情况下，预计 2026 年汽车产量可达到 3720 万辆，累计同比增速达到 7.8%，对应锌消费增长 6-7 万吨。

图 32：汽车产量|单位：万辆、%



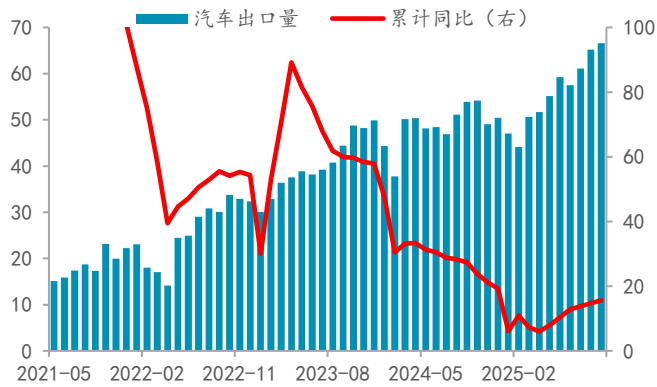
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 33：新能源汽车产量|单位：万辆、%



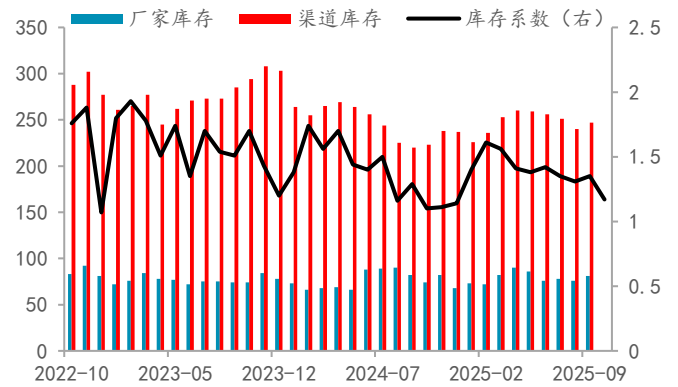
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 34：汽车出口|单位：万辆、%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 35：汽车库存：单位：万台



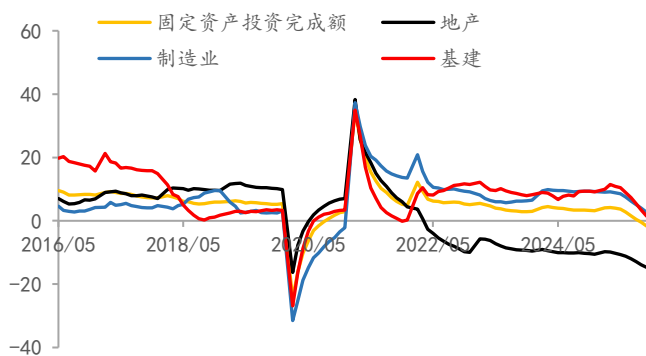
数据来源：Wind 华泰期货研究院

3.5 国内消费结构性改革

1-10月中国基建投资累计同比增长仅有1.5%，房地产新开工累计同比下滑19.8%，房地产施工累计同比下滑9.4%，房地产竣工累计同比下滑16.9%，传统消费板块形成消费拖累。但结构性改革带来新的希望。除了前面所细分的汽车、电力投资等方面，还需要关注水上运输的投资增速，1-10月水上运输累计投资增速9.4%。

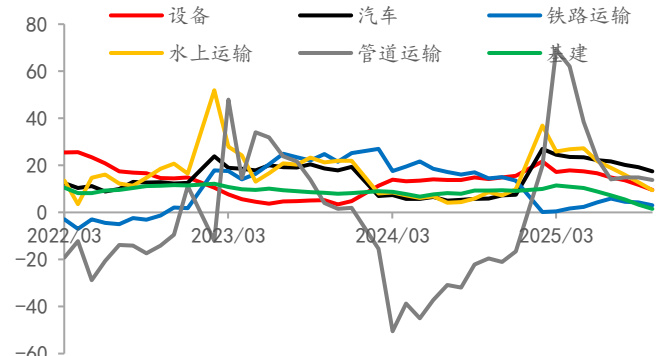
根据统计局数据统计，1-10月中国空调累计产量同比增长3%，彩电产量累计同比下滑2.3%，家用冰箱累计产量同比增加0.9%，家用洗衣机产量累计同比增长6.4%，家电板块表现平平。

图 36：固定资产投资|单位：%



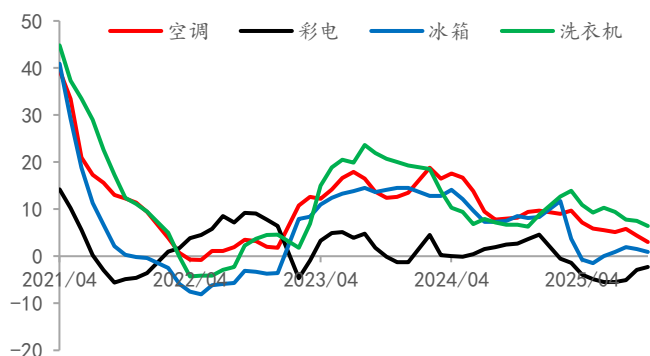
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 37：投资分项|单位：%



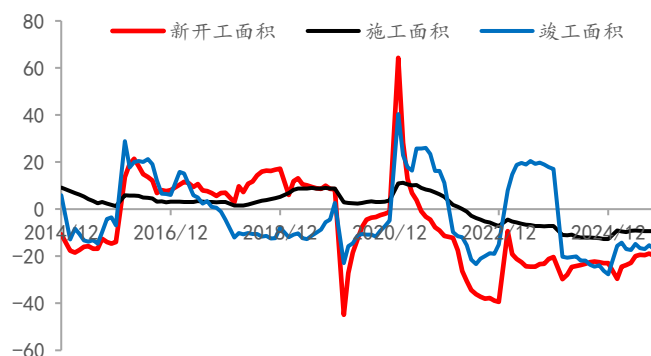
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 38： 家电产量累计同比|单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 39： 地产相关数据同比|单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

虽然消费端部分板块难以量化实际消费情况，但从锌渣折价比例同样可以侧面证明消费表现相对强势的情况，即生产锌锭存在经济效益，而锌矿供应紧张，冶炼厂采购锌渣做原料。目前锌渣对锌锭折价比例 91.2%处于历史高位水平，造成原本使用锌渣生产的企业譬如氧化锌厂被迫增加锌锭使用量。

图 40： 锌渣折价比例|单位：%



数据来源：wind 华泰期货研究院

供需平衡方面，2025 年实际表观消费同比增速预计可达到 7.1%，这期间存在显性库存隐形转化为锌合金等成品库存的现象，但同时也说明锌合金企业因消费增长而扩产，产能扩大等比例带动成品和原料库存扩大。而经过绝对价格的下跌之后，预估下游企业开始从主动去库转向为主动补库周期，根据我们测算实际消费增速可达到 4.3%。

对于 2026 年实际消费端我们测算同比增速可达到 2.8%，存在下游继续补库造成表观消费增速大于实际的可能。供给端对于火烧云态度不一，在不考虑火烧云产量贡献的情况下，预计冶炼端供给增速 1.7%，国内供应紧缺 15 万吨；即使给予火烧云较乐观的预期贡献 15 万吨增量，中国锌锭保持供需平衡，因此对于 2026 年锌价并不悲观。

表 4: 全球电解铝供需平衡 | 单位: 万吨

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2026 (包含火烧云)
冶炼铝产量	海外产量	757	706	717	694	683	683	683
	增速		-6.7%	1.6%	-3.2%	-1.6%	0.0%	0.0%
	中国产量	609	598	662	619	691	715	730
	增速		-1.8%	10.7%	-6.5%	11.6%	3.5%	5.6%
	全球产量	1366	1304	1379	1313	1374	1398	1413
	增速		-4.5%	5.8%	-4.8%	4.6%	1.7%	2.8%
消费量	海外消费	710	688	663	650	655	666	666
	增速		-3.1%	-3.6%	-2.0%	0.8%	1.7%	1.7%
	中国消费	675	607	697	663	710	730	730
	增速		-10.1%	14.8%	-4.9%	7.1%	2.8%	2.8%
	全球消费	1385	1295	1360	1313	1365	1396	1396
	增速		-6.5%	5.0%	-3.5%	4.0%	2.3%	2.3%
供需平衡	海外供需平衡	47	18	54	44	28	17	17
	中国供需平衡	-66	-9	-35	-44	-19	-15	0
	全球供需平衡	-19	9	19	0	9	2	17

资料来源: SMM CRU 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力。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



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层