



光期研究 见微知著

锌策略月报

2025年2月28日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

锌：冶炼修复快于预期 价格仍承压



锌：冶炼修复快于预期 价格仍承压

总 结

一、供应：

截止2月底，国内锌矿港口库存为27.8万实物吨，冶炼厂原料库存天数回到22天福建，原料库存维持较高水平，后续关注港口季节性去库幅度。锌矿加工费方面，据SMM调研，预计3月国内锌矿加工费为3,100元/金属吨，环比上调700元/金属吨；美金锌矿加工费环比上调10美元/干吨至35美元/干吨，港口库存的回升和加工费的抬升或确认锌矿供应趋于过剩。

二、需求：

随着2月中旬下游企业春节后复工，企业开工率逐步回归至正常水平，但季节性恢复不及往年。调研发现企业反馈行业订单低迷，行业利润较差，从百年建筑网统计的春节后基建及房建项目资金到位率以及开工情况看，目前依然低于去年同期水平，终端需求表现低迷。进入3月，关注随着国内发债速度加快后，基建及房建项目开工是否会加速。

三、库存：

2月底，SMM统计社会库存环比上月+7.49万吨至14.53万吨，同比-22.67%；LME库存环比上月+1.08万吨至16.44万吨，同比-38.66%。

四、策略观点：

冶炼利润好转情况下供应将逐步抬升，锌矿较为过剩下，预计锌矿加工费3月会继续上调，冶炼利润修复下预计3-4月国内精炼锌产量将逐步抬升至54-55万吨。需求端关注3月终端项目复苏情况，总体3月锌国内可能呈现供需两增的情况，锌国内供需平稳，3月基本面矛盾中性，但预期角度锌矿利润丰厚，预计全球锌矿供应将加快兑现，而锌终端需求增速不足的情况下，预计锌价中长期依然偏空。

目录

1、回顾：节后加工费反弹加速，锌价承压走弱

国内春节累库不及预期 但现货升水变动不大

2、供应：港口库存回升，带动加工费小幅节后快速反弹

去年末进口矿量超预期增长，高位进口或将延续至Q1

冶炼生产亏损收窄，冶炼产量将逐步抬升

比价维持进口锌亏损

3、需求：国内实际需求弱于季节性

下游节后开工恢复不及往年

钢材出口反倾销四起，关税问题压制出口

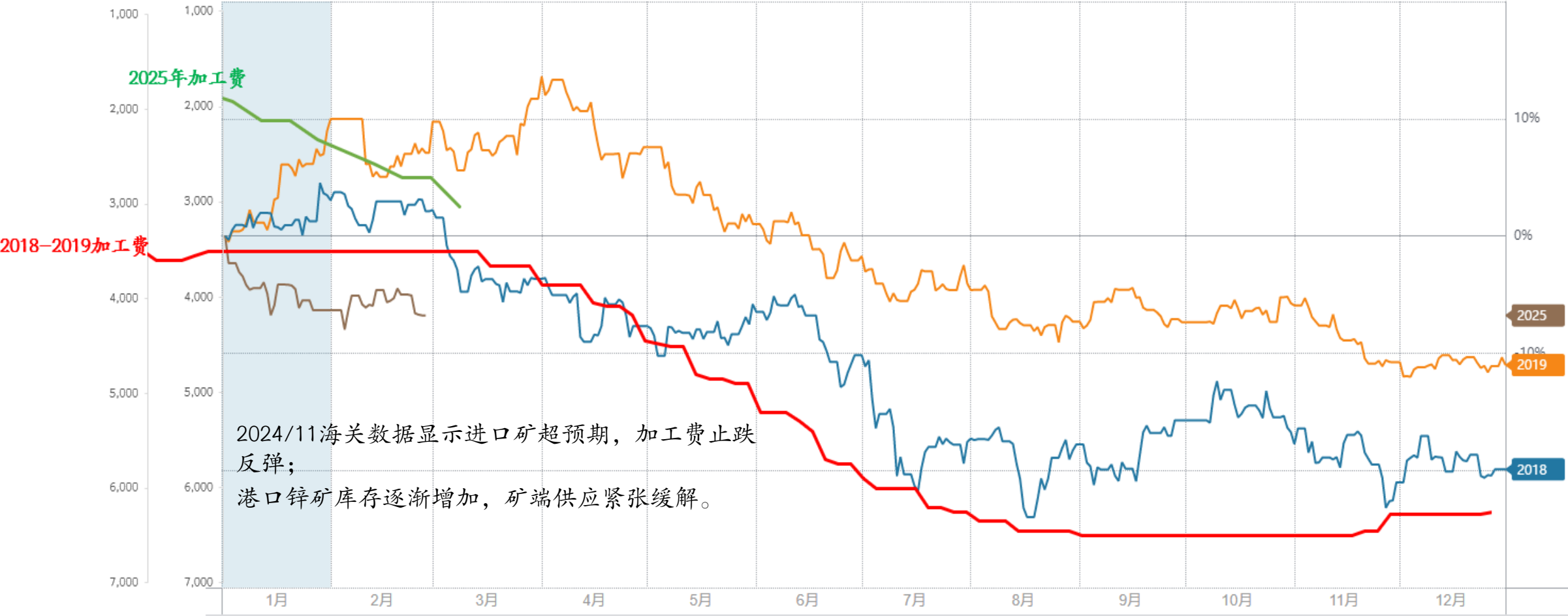
4、平衡表：海外矿增量大于国内，进口矿增幅扩大

供应新增过剩，传统金属需求乏力



节后加工费反弹加速，锌价承压走弱

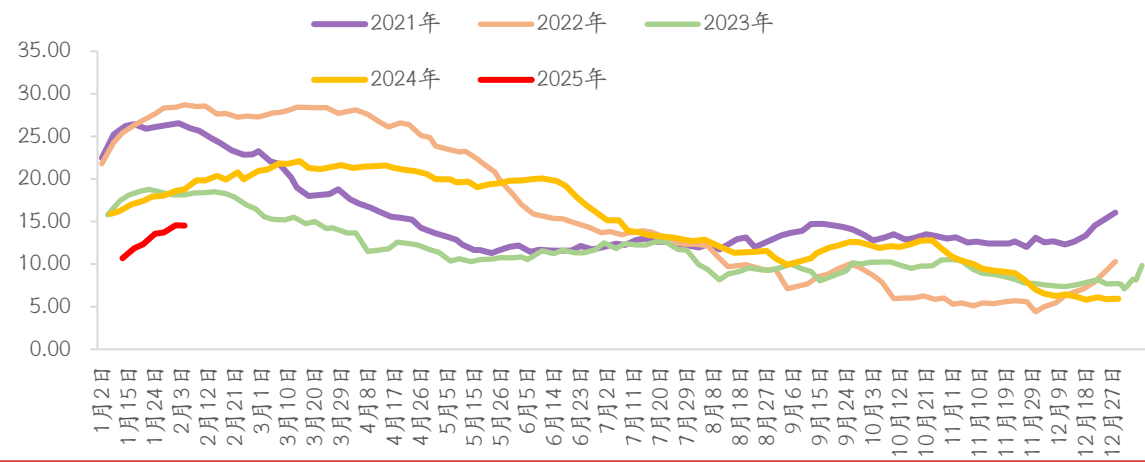
图表：SHFE.ZN 走势（单位：元/吨）



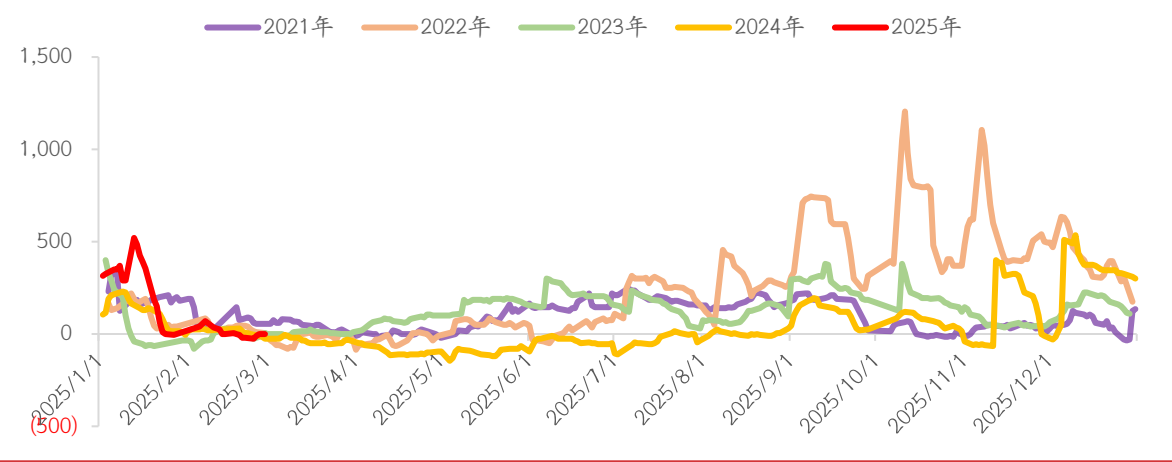
资料来源：Wind 光大期货研究所

国内春节累库不及预期 但现货升水变动不大

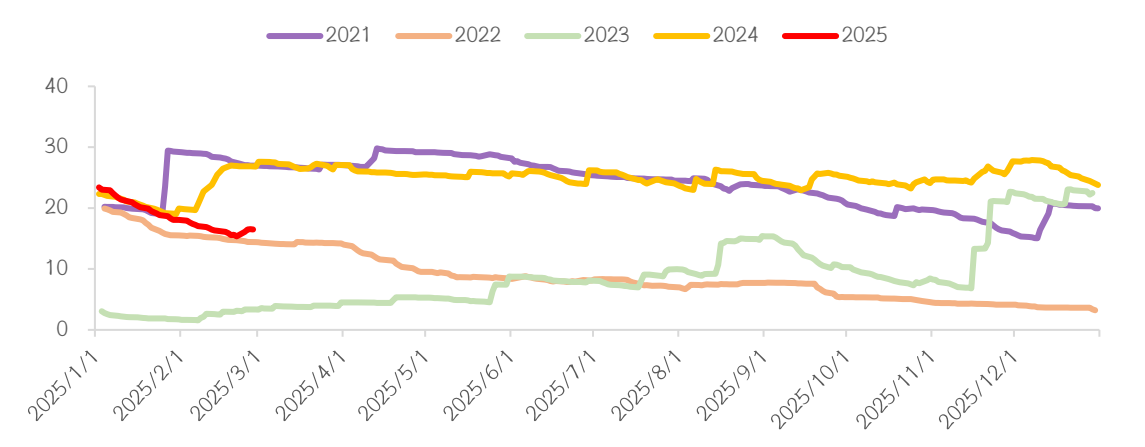
图表：SMM精炼锌社会库存：农历序（单位：万吨）



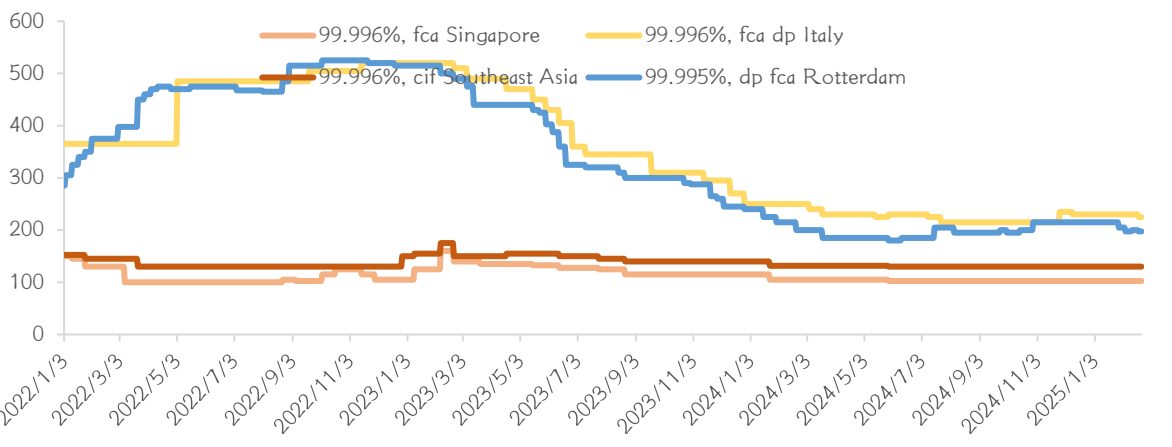
图表：现货升贴水：上海（单位：元/吨）



图表：LME库存（单位：万吨）



图表：MB锌锭现货升贴水（单位：美元/吨）



资料来源：Bloomberg Wind 光大期货研究所

受益于Antamina增产和Tara复产，因事故造成的短期减产矿山2025恢复生产的+24.69万金属吨

图表：2024年减产主因前一年停产矿山长尾影响，2025恢复性生产将带来增量

2023-2025预期减产/停产海外矿山情况								
公告停产时间	公司	地区	减产/停产矿山	产量（年）	减产/停产原因	2023同比	2024同比	2025同比
2024/10/17	Sibanye-Stillwater	Australia	New Century	11.90	2023Q1因洪水减产、2024/10澳洲山火影响近两月生产，预期明年将恢复正常	(2.80)	1.83	0.97
2024/8/30	Penoles	Moxica	Minera Tizapa	4.15	2024/8由于全国矿业工会的罢工，其位于墨西哥州的Minera Tizapa工厂无限期停止运营。	0.00	(1.38)	(2.76)
2024/7/5	MMG	Australia	Dugald River	17.90	2024/7/5Dugald River进行大约两个月的维修工作，但采矿作业将继续，矿石库存将增加。	0.00	0.00	0.00
2024/5/1	Nexa	Brazil	Morro Agudo	2.30	从2024年3月19日起至4月30日，采矿活动将减少	0.00	(0.19)	0.19
2024/3/21	Glencore	Australia	McArthur River	26.22	受台风带来的暴雨影响，暂时停止了位于澳大利亚的McArthur River锌矿和铅矿的生产	(1.16)	(0.90)	0.90
2024/3/19	Volcan	Peru	Yauli	16.69	由于Rumichaca尾矿许可证影响，有三座矿山于3月19日停产，于4月21日重启	0.00	(1.01)	1.01
2024/2/12	Lundin Mining	Portugal	Neves-Corvo	10.88	2024/02矿山发生安全事故暂停运营	0.00	(2.38)	2.38
2023/12/18	Trafigura	Strathcona,Canada	Myra Falls polymetallic mine	3.00	成本上升	0.00	(3.00)	0.00
2023/11/13	Toho Zinc	Australia	Broken Hill	5.08	破产，将在未来两个月分阶段关闭	0.00	(5.00)	0.00
2023/11/1	Nyrstar,Trafigura	MiddleTennessee,USA	Gordonsville&Cumberland	6.00	价格跌破成本线，2023/11/30正式关闭	(0.67)	(3.33)	0.00
2023/9/24	ALMINA	Aljustrel,Portuguese	Aljustrel mines	9.90	价格跌破成本线	(2.48)	(7.42)	0.00
2023/8/30	Aeris resource	Australia	Jaguar	3.08	价格跌破成本线	(0.77)	(2.31)	0.00
2023/8/17	Volcan	Peru	Chungar-Islay	0.80	价格跌破成本线	(0.40)	(0.40)	0.00
2023/6/23	Newmont	Moxico	Peñasquito	15.22	2023/06罢工，2023/10结束罢工恢复生产	(6.00)	6.00	0.00
2023/6/13	Bolidan	Ireland	Tara	10.33	2023/6因价格跌破成本线停产，于2024/5宣布将于2024Q4复产，但后延至2025Q1开产	(5.00)	(5.00)	8.00
2023/6/12	Aurora Metals	Australia	King Vol & Mungana	-	破产，且此前生产一直断断续续	0.00	0.00	0.00
2022/8/31	Trevali	——	——	9.69	破产	(9.69)	0.00	0.00
2022/6/1	Glencore	Canada	Matagami	4.69	闭坑	(1.73)	0.00	0.00
产量指引变动	Glencore/Teck/BHP/Mitsubishi	Peru	Antamina	43.47	2024因品位大幅下滑减产至25万金属吨附近，但2025 guidance回到42-46万金属吨	4.07	(23.00)	20.00
	Teck	USA	Red dog	55.3	品位大幅下滑，2024计划产量同比减少2万金属吨、2025计划产量减少5-6万金属吨	(0.80)	(2.00)	(6.00)
海外矿山变量合计（单位：万金属吨/年）						(27.43)	(49.49)	24.69

资料来源：公司公告 光大期货研究所

2024年海外新投产上有很大一部分矿山投产增量在年底来看出现巨大扰动导致合计增量降至仅15万金属吨附近，但2025年仍是投产大年，预期投产量在39万金属吨附近

图表：2024–2025海外主要增产/投产矿山（单位：万金属吨）

2024–2025预期扩产/投产达成海外矿山情况								
公司	地区	矿山	状态	预期增产/投产时间	计划产量	2024同比增量	2025同比增量	
Nexa	Brazil	Aripuanã	新建	2022Q4投产，2024Q1满产，以2024计划产量更新同比增量	4.20	1.98	2.00	
Lundin Mining	Portugal	Neves–Corvo ZEP扩建项目	扩建	2024/09 ZEP达产但因矿山周围环境修复工作不得不改变开采顺序，调降产量指引	13.00	0.72	2.28	
四川路桥	Eritrea	阿斯马拉多金属矿	新建	2024Q3称该矿项目迪巴瓦矿区直销矿（DSO）实现销售3万吨	5.00	0.00	1.00	
Ivanhoe（62%）&Gecamines（38%）	Cogo（King）	Kipushi	新建	2024/10目标产量从10万–14万吨下调至5万–7万吨，计划2025Q3达到计划产能	27.00	5.00	10.00	
Adriatic Metals	Bosnia	Vares	新建	2023/11投产已于2024/2/27生产第一批精矿但2024H1产量累计仅0.16万吨，产能爬坡速度极慢	5.00	0.50	2.00	
Southern Copper/Grupo Mexico	Mexico	Buenavista Zinc, Sonora	扩建	2024/2/2宣布将于Q1二期10w/a投产，预期产量5.4万吨	15.40	5.40	0.00	
Vladislav Sviblov	Russia	Ozernaya	重启	2024/9/4投产，并在2025年达到满负荷运行	35.00	2.00	8.00	
中金岭南	Dominica	迈蒙矿	–	2024/12达产	3.20	0.00	3.20	
Bunker Hill Mining Corp. (BHMC)	USA	Bunker Hill mine	重启	2024/12因项目重启成本过高推迟复产至2025Q2	3.60	0.00	0.00	
Vedanta	Namibia	Gamsberg 2期	新建	2期目前完成62.3%延迟到2025年Q2，但1期2024H1产量同环比减少	25.00	0.00	3.00	
Polymetals Resources	Australia	Endeavor	重启	推迟至2025H1投产，原计划在2024H2	21.00	0.00	5.00	
Develop Global	Australia	Woodlawn asset	重启	2025年中旬	5.00	0.00	2.00	
预期增量合计（单位：万金属吨/年）					合计	15.60	38.48	
Adventus（75%）&Salazar Resources（25%）	Ecuador	El Domo	新建	建成一座可开采15年的露天/井下矿山，10年后转为地下开采，后延至2026下半年建成投产	–	0.00	0.00	
Develop Global	Australia	Sulphur Springs Zinc–Copper Project	新建	–	–	0.00	0.00	
Orion	South Africa	Prieska	重启	–	–	0.00	0.00	
中色股份（51%）&印尼 Bumi Resources Minerals（49%）	Indonesia	Dairi	新建	2024/08因当地社区反对，印尼法院取消了前期批复的环境许可	16.00	0.00	0.00	
Ascendant Resources	Portugal	Lagoa Salgada	新建	Q32024获得环境许可，2028年试生产	–	0.00	0.00	

资料来源：公司公告 光大期货研究所

乐观估计2025年国内有望新增矿端产量+10.40万金属吨附近，同比+2.79%

图表：2024-2025国内主要增产/投产矿山（单位：万金属吨）

预期增产/投产国内矿山情况							
公司	地区	矿山	状态	预期增产/投产时间	锌精矿产量	2024年预期增量	2025年预期增量
华澳矿业	湖北	蔡家营锌矿	停产	2024/10因事故暂停生产	6	(1.50)	0.00
国森矿业	内蒙	国森矿业	减产	品位下滑严重	12	(4.00)	(1.50)
兴业银锡	内蒙	乾金达	复产	按2024计划产量上调预期增量	1.2	0.16	0.00
赤峰黄金	吉林	吉林瀚丰	复产	2023Q1停产2024年计划满产	2	1.50	0.50
鼎盛鑫矿业	贵州	猪拱塘	新建	2024年底一期完工,2026年底二期完工	7+21	0.00	0.00
江铜集团	江西	冷水坑/银珠铅锌矿	新建	2024/10试生产	2.5	0.30	1.00
西部矿业	四川	西部铜业	扩建	西部铜业二选建成后，处理能力将达到150万吨/年	2	0.00	1.50
铜陵有色	安徽	姚家岭矿业	新疆	计划2024年投产，目前延迟至2025年	—	0.00	0.00
水口山	湖南	康家湾铅锌矿	扩建	项目建成后，年出矿能力可达70万吨以上	1.5	0.00	0.50
驰宏锌锗	青海	鑫湖矿业	新建	西藏鑫湖一期项目建设完成，积极筹备投产前期工作	1.3	0.00	0.60
驰宏锌锗	云南及内蒙	会泽矿业及荣达矿业	减产	会泽1H选厂扩建停产、荣达因安全生产许可证办理9M停产	20	(2.00)	1.80
新疆地矿	新疆	火烧云铅锌矿	新建	6/17取得采矿工程基建批复，2025年预计完成选厂建设	56	6.00	6.00
预期增量合计（单位：万金属吨/年）						0.46	10.40
盛达资源东晟矿业	内蒙	巴彦乌拉银多金属矿	新建	2026年	0.45	—	—
兴业矿业	内蒙	银漫矿业	扩建	2026年二期扩建预计结束	—	—	—
国城矿业	内蒙	宇邦矿业	扩建	到2026年完成扩建	—	—	—
国城矿业	内蒙	东升庙	扩建	矿 350 万吨/年的技改扩建项目	—	—	—
湖南志弘矿业	湖南	大脑坡矿区铅锌矿	新建	于2024年7月开始基础建设，计划建设周期2.5年	6	—	—
金徽矿业	甘肃	江洛矿区	新建	在江洛矿区建设年采选能力 300 万吨规模的现代化矿山	5	—	—

资料来源：公司公告 光大期货研究所

预估2025年全球新增矿产锌产能在+67.05万吨附近，同比+4.82%

图表：2024-2025全球主要新建/扩建锌冶炼厂（单位：万吨）

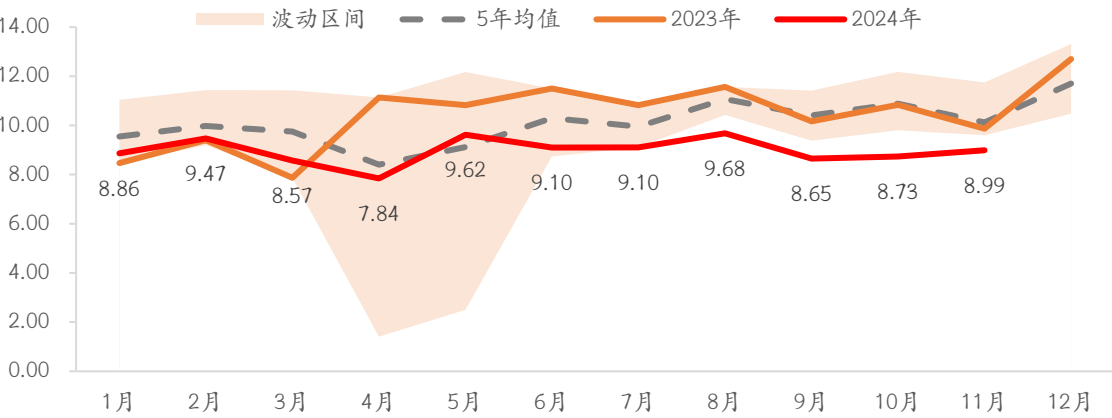
2024-2025全球新建及扩建原生锌冶炼厂产能情况							
公司	地区	冶炼厂	计划产能	状态	预期增产/投产时间	2024年预期增量	2025年预期增量
Polymet Engineering LLC	Russia	Verkhny Ufalei	12	新建	2024Q3投产一期3wt/a	0.75	2.25
Kapuas Prima coal TBK PT	Indonesia	Kapuas Prima	4	新建	2Q2023投建，预期2024Q3开始生产，但Q3季报未提及	0.00	3.00
Boliden	Norway	Odda二期	15	扩建	再度延迟，从2024年底推迟至2025年Q1末启动	0.00	8.00
Bolivian Government	Bolivia	Oruro	6.5	新建	2023/10投建，2025年下半年投产	0.00	3.00
HZL	India	Debari	16	扩建	Debari冶炼厂的完工目标是在2025年Q4完工	0.00	2.00
Glencore	German	Nordenham	16.5	重启	2024/3/15复产	12.00	4.50
Nrystar	Netherlands	Bubel	31.5	重启	2024/1/15停产,2024/5重启	6.30	25.20
Young Poong Corp	Korea	Seokpo	40	压降	2024/4/3削减20%开工率，目前开工率在60%，11月政府勒令停产2个月	(18.00)	(7.00)
Penoles	Moxico	Torreón	35	压降	锌冶炼产能从35wt降至27wt，以进行必要的检修在扩建过程中	(8.00)	0.00
TECK	UK	Trail	30	压降	9/24Trail因火灾停产四个生产车间中的一个，指引减量在3.5-4万吨	(4.00)	0.00
海外新增产能合计（万吨）						(10.95)	40.95
蒙自矿冶	云南	蒙自矿冶	2	扩建	2023Q3	1.50	0.00
广西吉朗	广西	广西吉朗	2	扩建	2023Q3	1.50	0.00
河池南方	广西	河池南方	25	扩建	2023Q4	21.00	0.00
潍坊龙达	山东	潍坊龙达	1	新建	2024/7投产	0.70	0.30
西部矿业	青海	西部矿业	6	扩建	预期2024/12投产	0.00	6.00
新疆地矿	新疆	火烧云	8	新建	预期2025Q2投产	0.00	6.00
驰宏锌锗	云南	云铜锌业	15	新建	预期2025年中投产	(10.00)	5.00
河南万洋	河南	河南万洋	15	新建	预期2025年中投产	0.00	5.00
陕西锌业	甘肃	陕西锌业	3	扩建	预期2025年中投产	0.00	1.50
广西誉升	广西	广西誉升	2.5	扩建	2024/7扩建，2025投产	0.00	1.00
国内新增产能合计（万吨）						14.70	24.80
合计						3.75	65.75

资料来源：公司公告 光大期货研究所

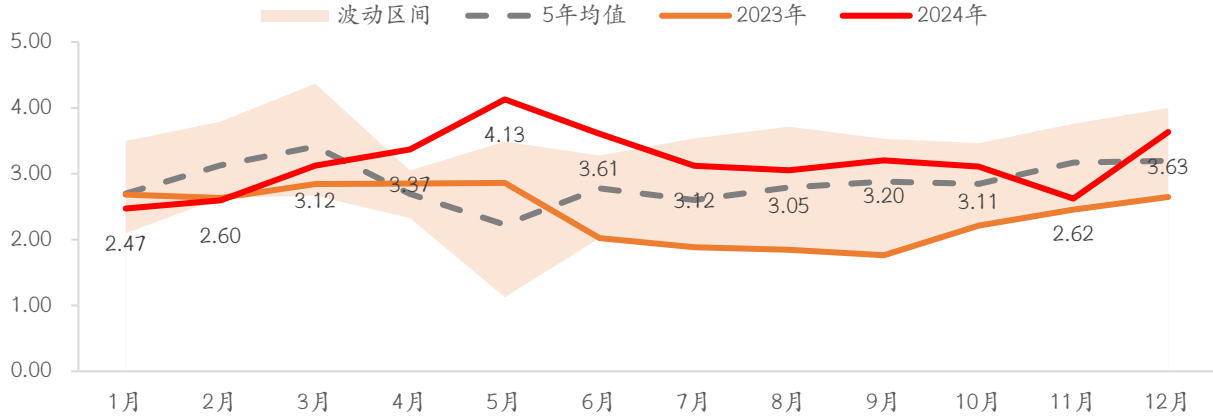
因韩国锌业子公司YP出现事故多次压减产能、Penoles位于墨西哥的Torren冶炼厂因二期的扩建因安全原因也压减了一次的产能和Teck英国冶炼厂Trail在9月发生火灾停产了四个冶炼车间中的一个，导致全年海外原生锌冶炼产能损失近11万吨。但是，在前期因欧洲电价过高影响冶炼利润而停产的嘉能可德国Nordenham和托克荷兰Bubel都已经在2024年不同程度地复产，预期2025产能将全部回归，加上Boliden在挪威的Odda二期的顺利投产，预估2025年海外将带来+41万吨左右的冶炼增量。

哈锌生产平稳，观察秘鲁产量能否跟随Antamina增产增加

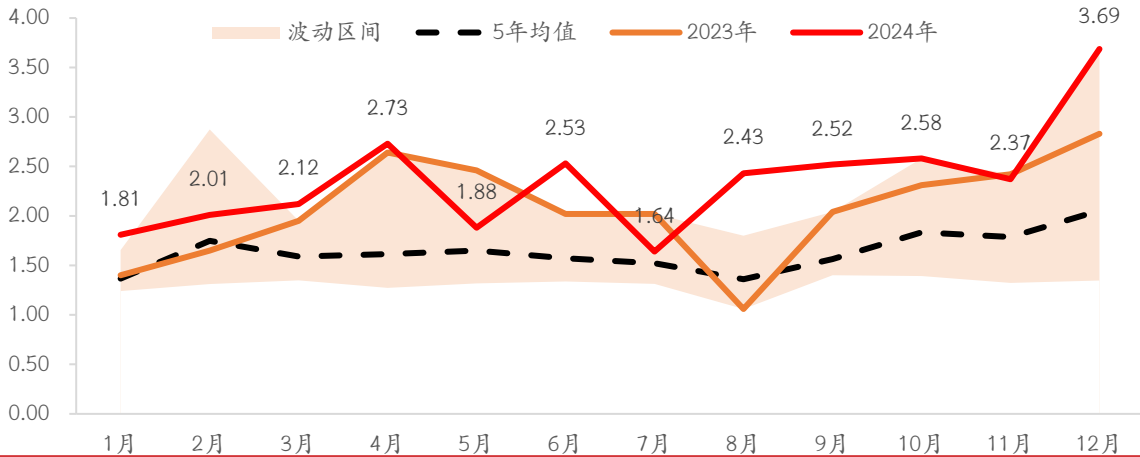
图表：秘鲁/12%锌矿产量（单位：万吨）



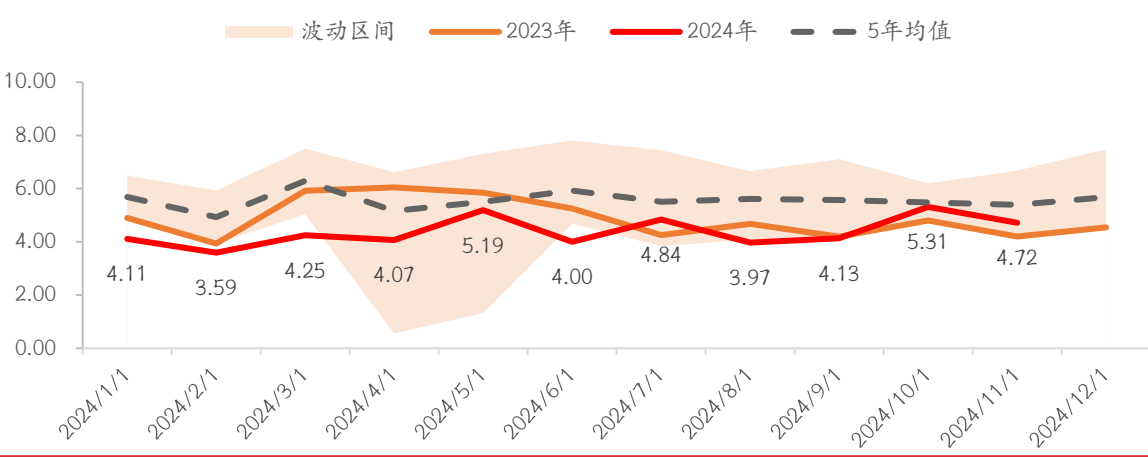
图表：墨西哥/6%锌矿产量（单位：万吨）



图表：哈萨克斯坦/2%锌矿产量（单位：万金属吨）



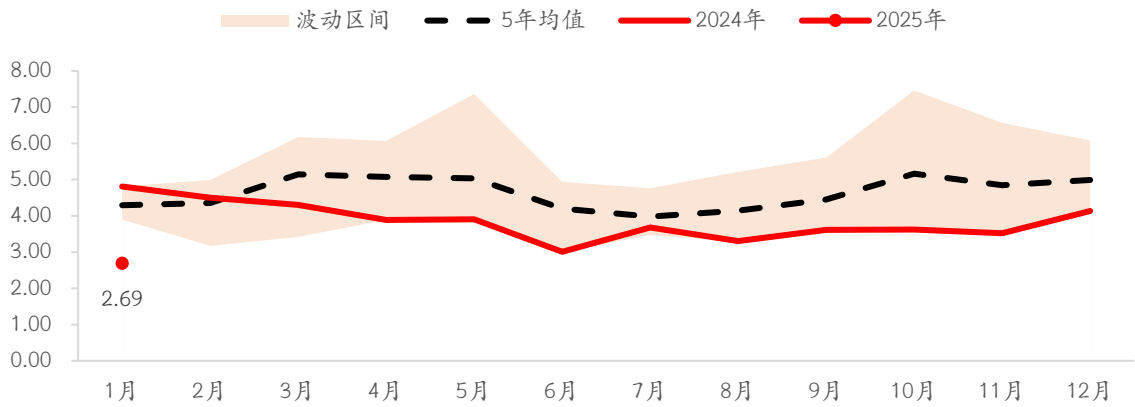
图表：玻利维亚/5%锌矿出口量（单位：万吨）



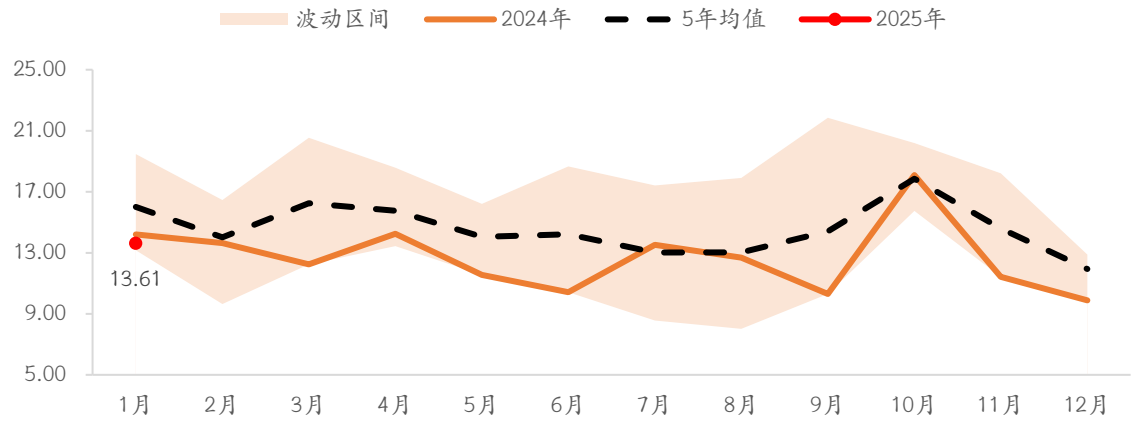
资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

日韩2024年精矿进口与精锌出口量均因国内冶炼厂停、减产下滑

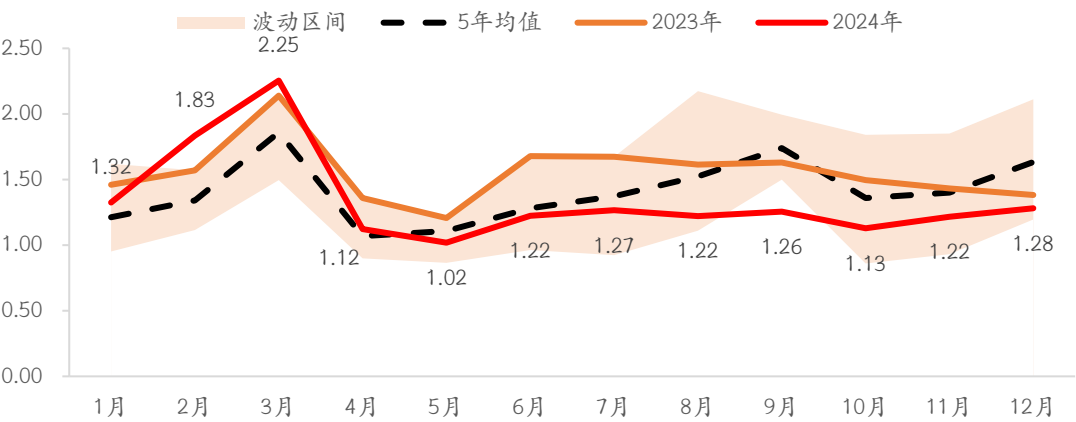
图表：韩国/6%精炼锌出口量（单位：万吨）



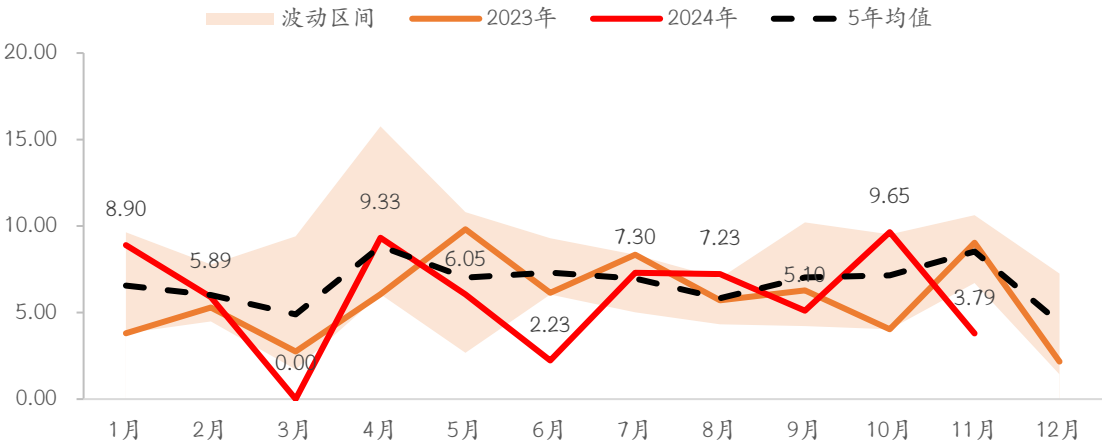
图表：韩国锌精矿进口量（单位：万吨）



图表：日本/4%精炼锌出口量（单位：万金属吨）



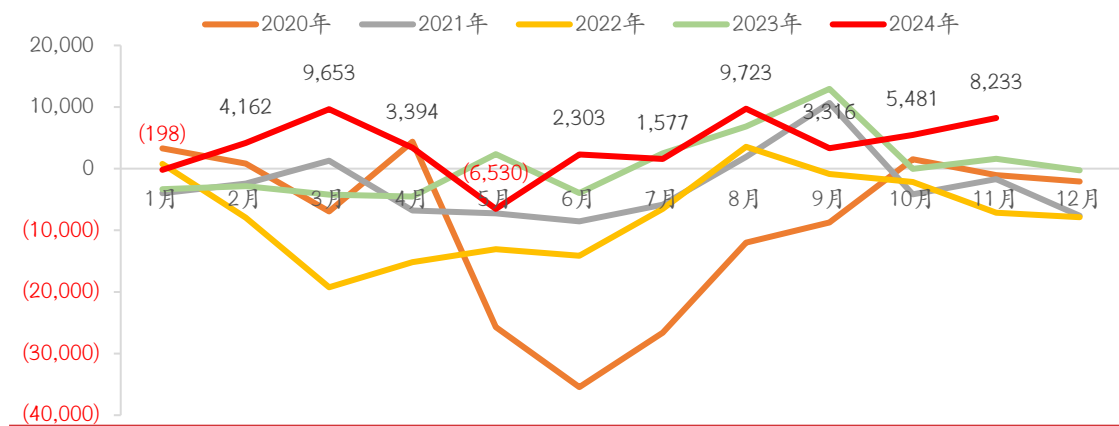
图表：日本锌精矿进口量（单位：万吨）



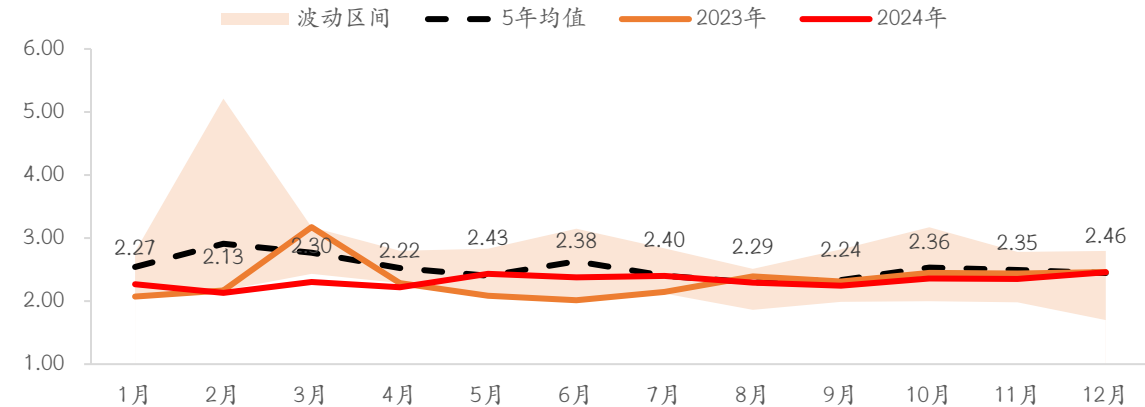
资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

印度净进口量同比大幅增加，澳大利亚和加拿大精锌出口12月环比回升

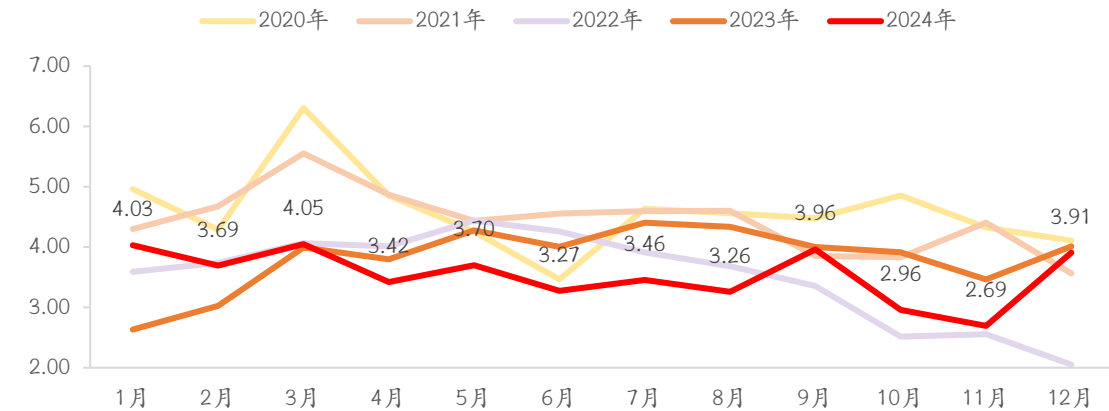
图表：印度/6%精炼锌净进口量（单位：万吨）



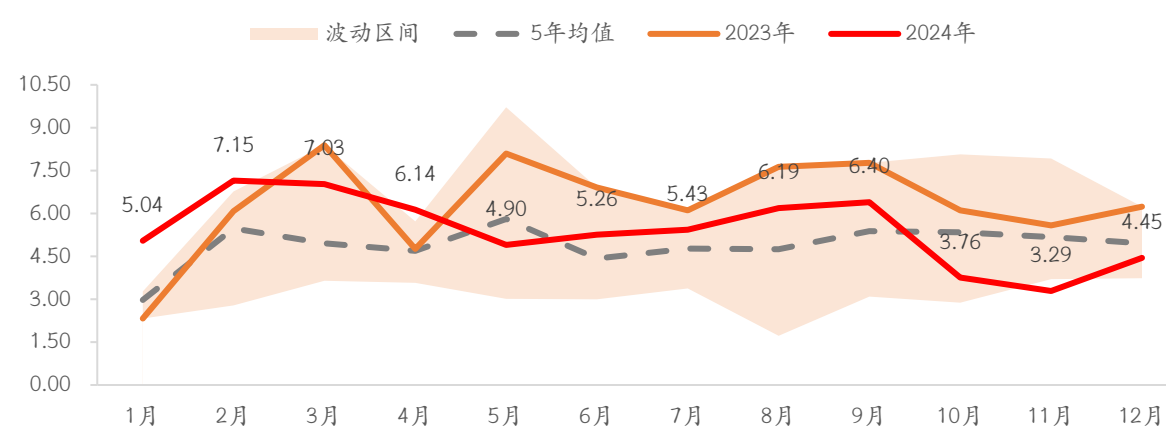
图表：哈萨克斯坦精锌产量（单位：万吨）



图表：加拿大/4%精炼锌出口量（单位：万吨）



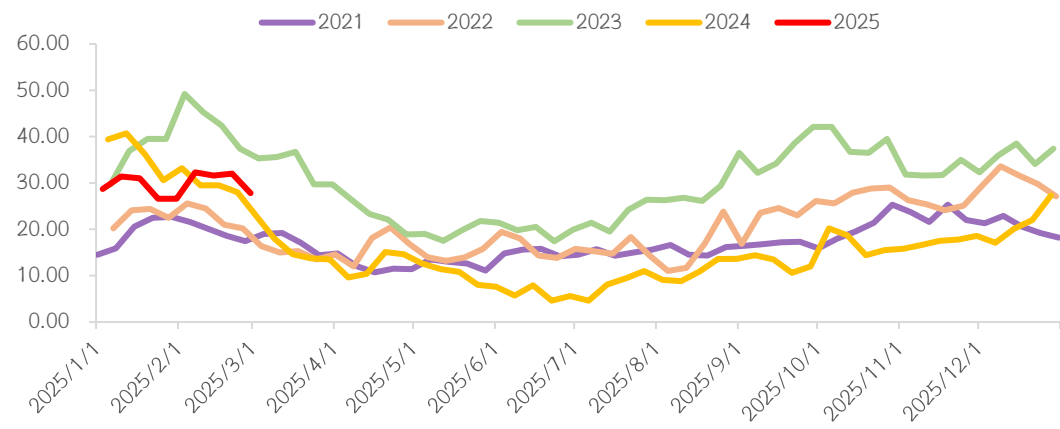
图表：澳大利亚/4%精炼锌出口量（单位：万吨）



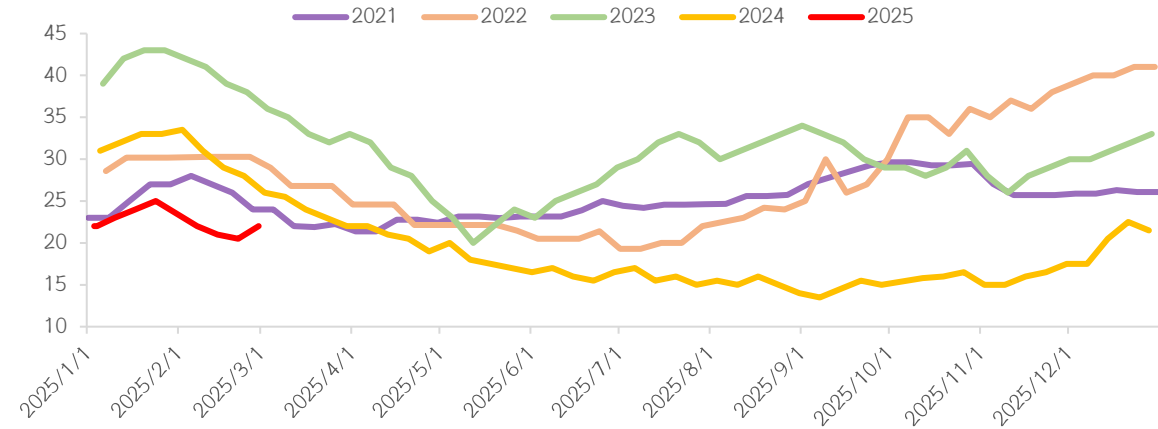
资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

港口库存回升，带动加工费小幅节后快速反弹

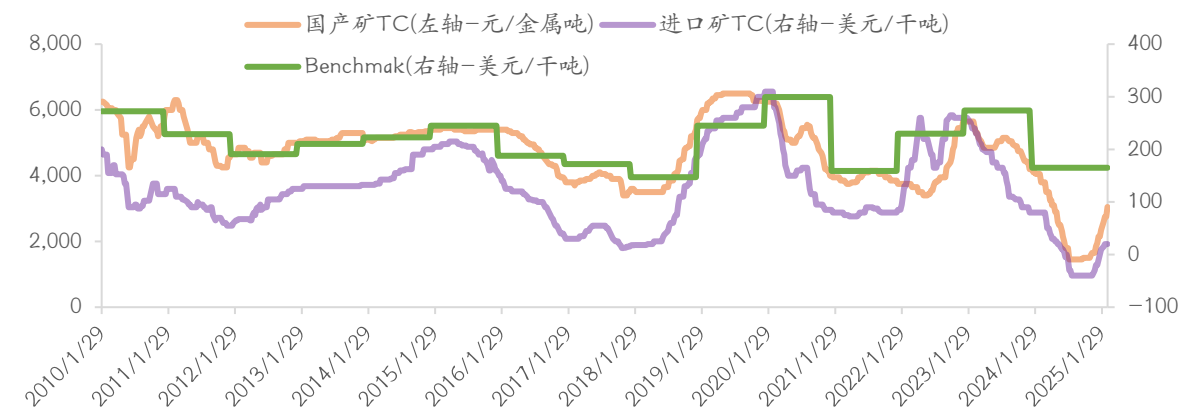
图表：国内锌矿港口库存（单位：万吨）



图表：冶炼厂原料库存天数（单位：天）



图表：锌矿加工费（元/金属吨；美元/干吨）

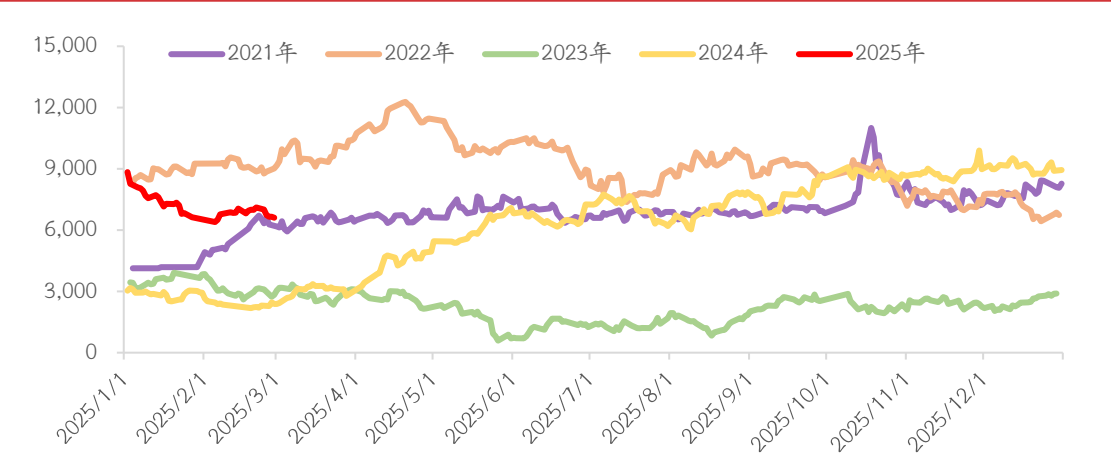


- 加工费节后大幅且快速上调，截止上周，SMM报国产锌矿加工费为3,050元/金属吨、进口锌矿加工费为20美金/干吨，基本回到去年二季度初水平。
- 冶炼厂的原料库存升至22天，国内几大主港口合计精矿库存升至27.80万金属吨。

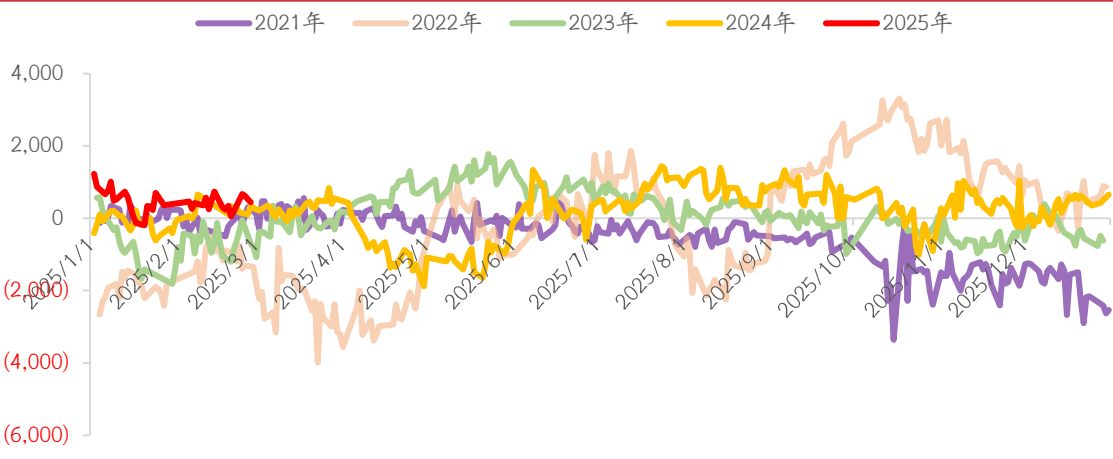
资料来源：SMM Mysteel 光大期货研究所

去年末进口矿量超预期增长，高位进口或将延续至Q1

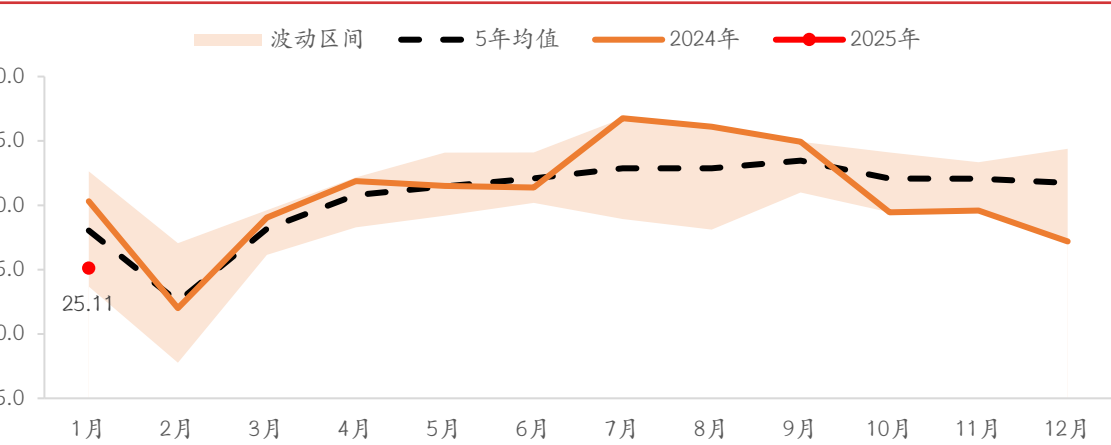
图表：国内矿山利润（单位：元/金属吨）



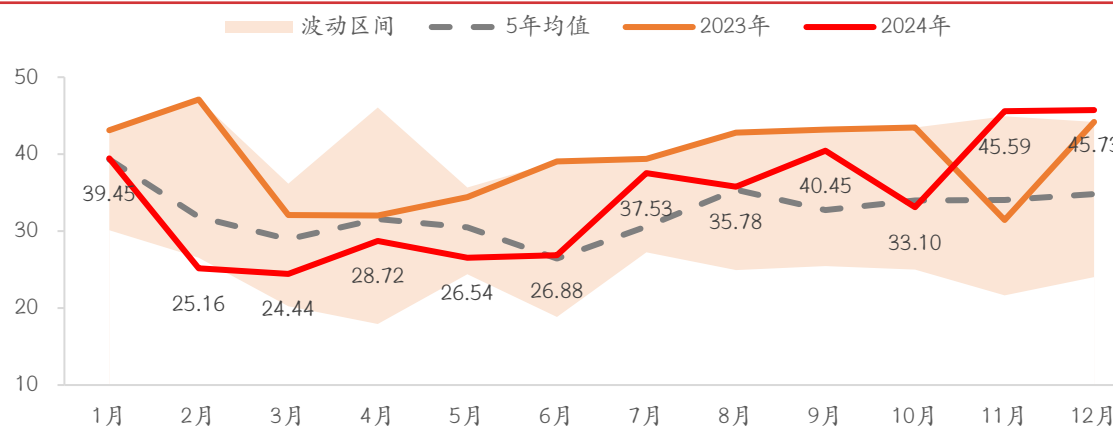
图表：海外矿进口利润（单位：元/金属吨）



图表：国内锌矿山产量（单位：金属吨）



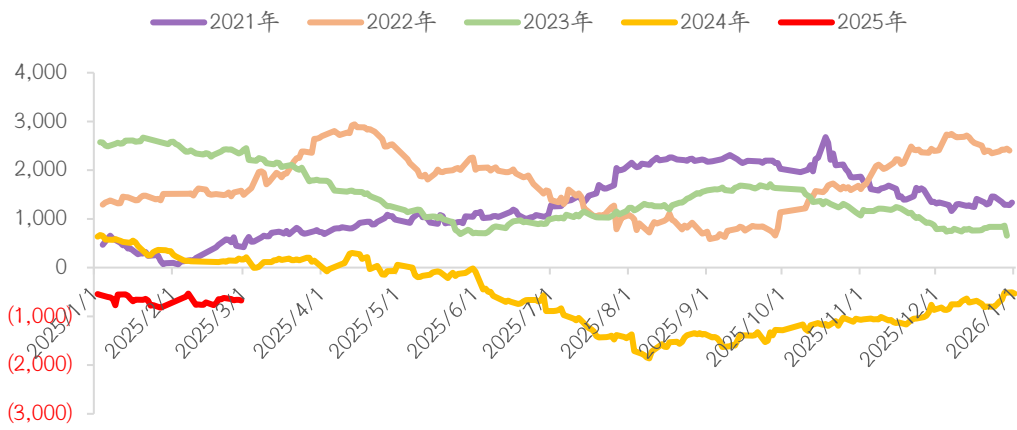
图表：国内锌矿进口量（单位：吨）



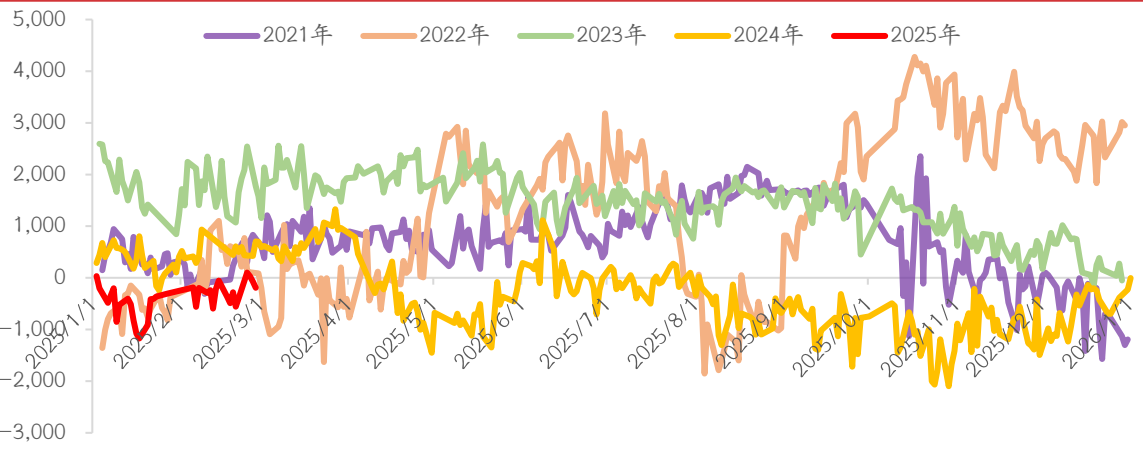
资料来源：SMM iFind 光大期货研究所

冶炼生产亏损收窄，冶炼产量将逐步抬升

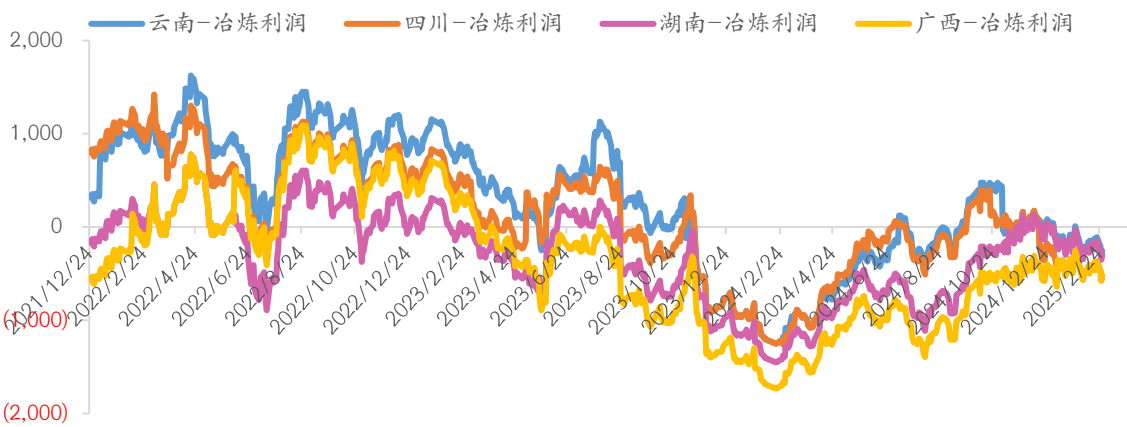
图表：低成本冶炼厂国产矿冶炼利润：仅含硫酸（单位：元/吨）



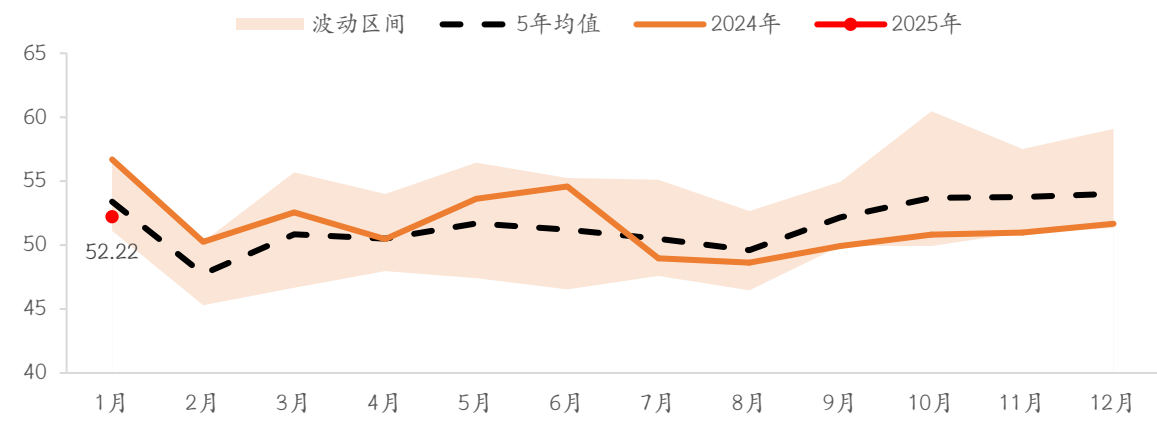
图表：低成本冶炼厂进口矿冶炼利润：仅含硫酸（单位：元/吨）



图表：再生锌冶炼利润（单位：元/吨）



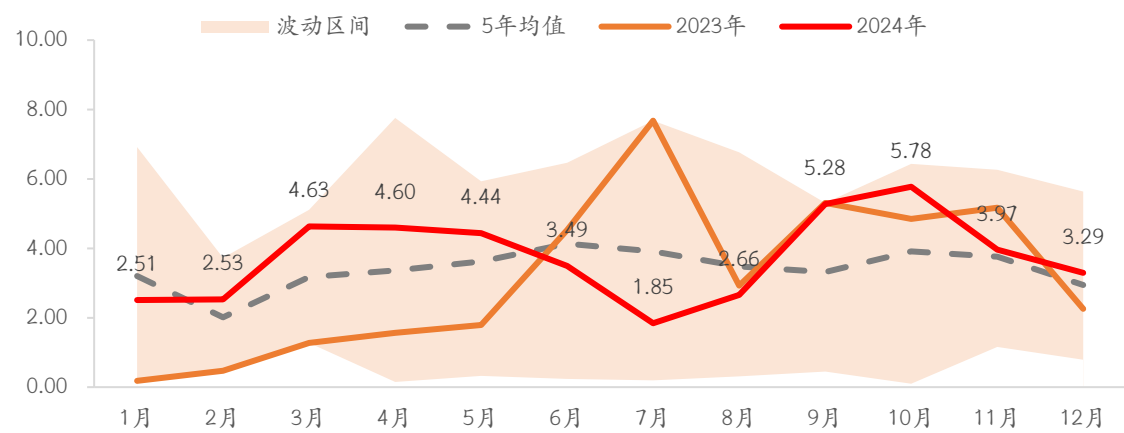
图表：中国精炼锌产量（单位：吨）



资料来源：SMM iFind 光大期货研究所

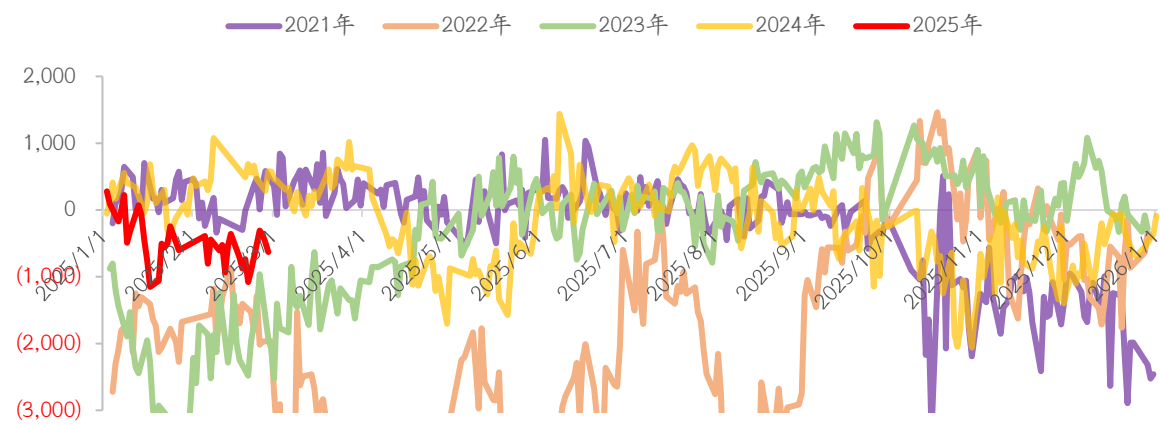
比价上方压力线在矿进口盈利，锌锭进口窗口打开压力较大，国内进口将以长单为主。

图表：锌锭进口量（单位：万吨）



- 2024年，国内进口锌锭45.03万吨，同比+18.43%；出口1.77万吨，同比+97.95%。
- 预期今年比价波动区间将缩窄，上方压力线在矿进口盈利，锌锭进口窗口打开压力较大，国内进口将以长单为主。
- 一方面，国内矿产锌冶炼闲置产能较多并且又存在较高的新投产能集中释放预期，只要矿进口窗口打开，海外过剩锌矿就能够快速流入国内，进而转化为锌锭供应，锌矿到精锌供应释放过程迅速。另一方面，基于前文所述，锌作为传统金属消费领域，由于大部分终端消费领域仍处于下行周期，国内供应增量足以满足需求。并且2025年哈锌长单已有部分签订完成，将压制比价上行空间。自然，因为海外矿、锭双过剩的预期，比价向下至出口窗口打开的可能性也较低。。

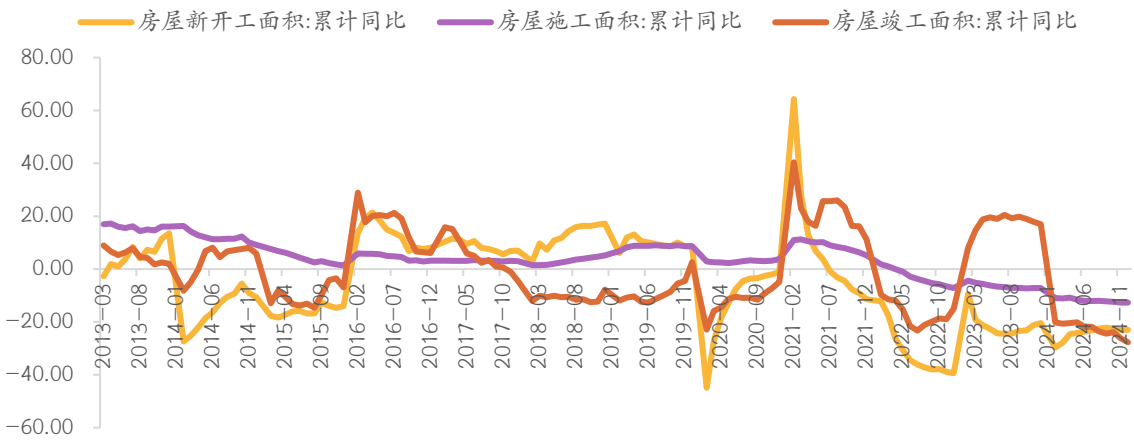
图表：锌锭现货（免税）进口盈亏（单位：元/吨-左轴）



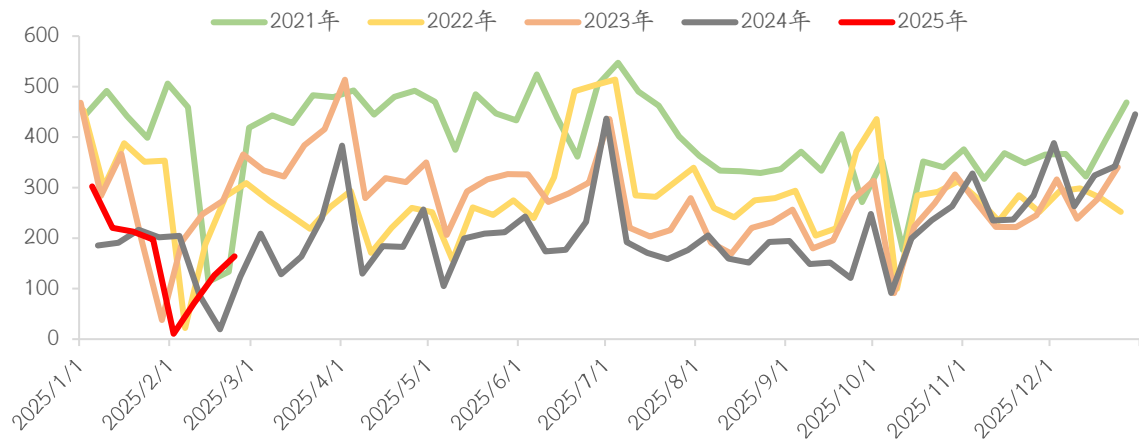
资料来源：SMM Mysteel 光大期货研究所

重要会议强调“要促进房地产市场止跌回稳”，信号意义明确

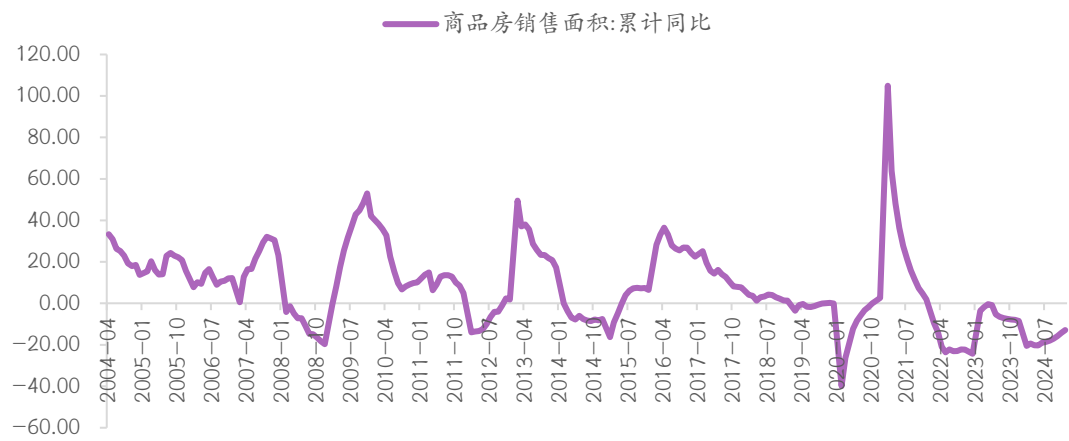
图表：房地产数据（单位：%）



图表：30大中城市:商品房成交面积（单位：万平方米）



图表：商品房销售面积:累计同比（单位：%）

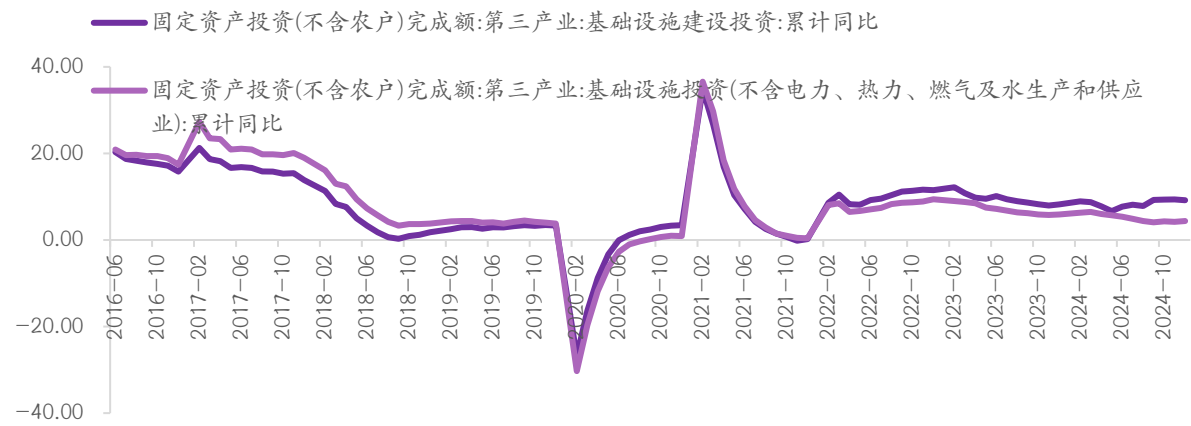


- 2024年1-12月，房地产新开工面积累计同比-23.00%、竣工面积累计同比-27.700%、商品房销售面积累计同比-12.900%。
- 2024年926政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”、10月上旬国新办新闻发布会也对房地产供给端进行了一系列政策调整，完善收储政策。但从当前已发布政策来看，重点仍在清理存量库存，从销售端好转再传导至开工端好转链路较长，短期对地产端实物采购水平的提振有限。预计2025年地产新开工累计同比降幅将收窄，但维持负值，房地产终端需求对锌消费仍拖累2%。

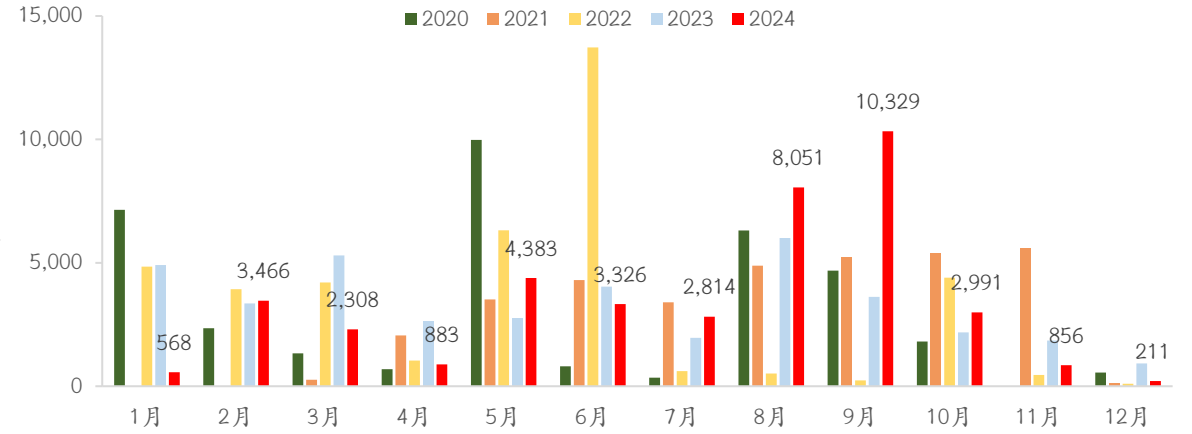
资料来源：SMM iFind 光大期货研究所

预期特高压项目核准加速仍会对镀锌铁塔需求继续带来增速

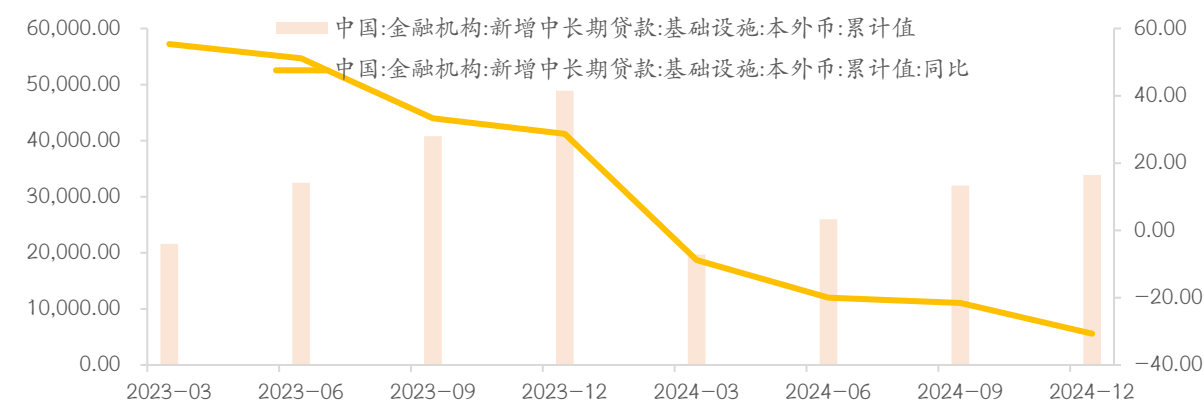
图表：固定固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比（单位：%）



图表：地方政府债券发行额:新增债券:专项债券:当月值（亿元）



图表：中国:金融机构:中长期贷款余额:基础设施:本外币:累计值（单位：亿元；%）

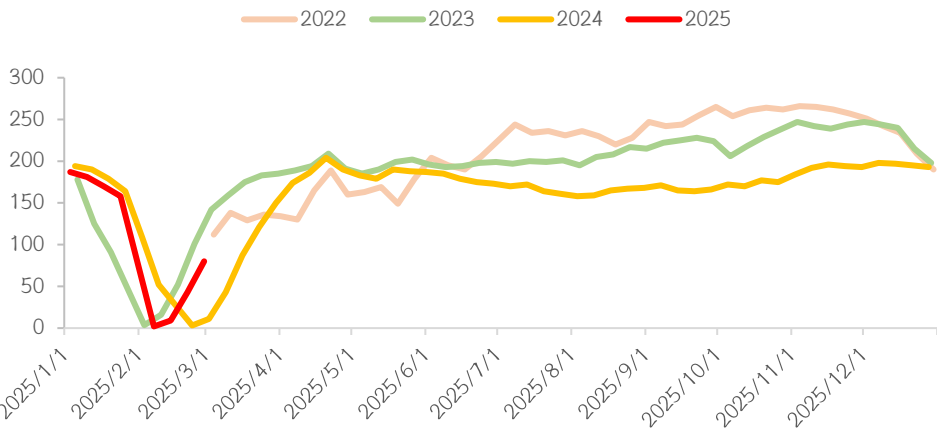


资料来源：Wind 光大期货研究所

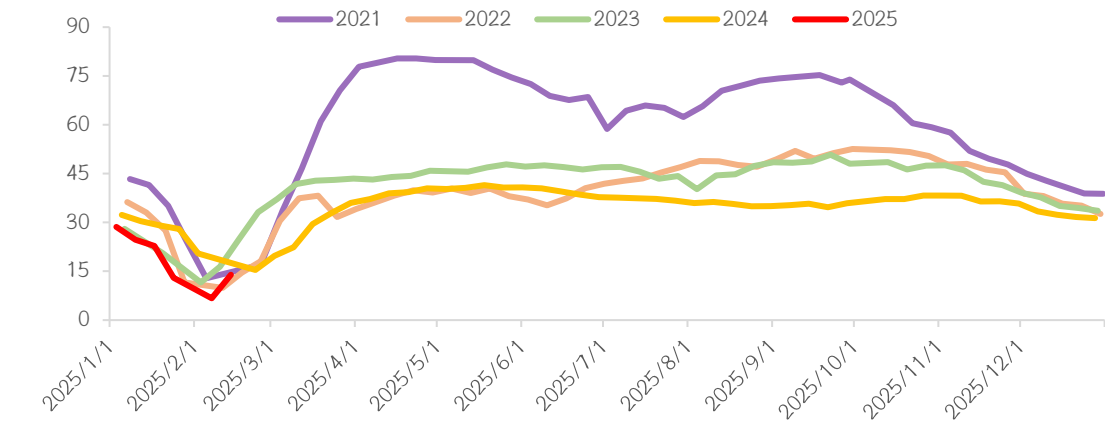
- 2025年预期专项债资金扩容将有限，基建项目在缺乏明确盈利预期下地方政府投资积极性较低，并且有化解存量债务与收购存量商品房用作保障性住房两大使用方向，对基建实际投资额度保持谨慎。
- 但“特高压”作为长距离送电主承接力，2024年强订单支撑了镀锌结构件企业开工。2025年预计特高压招标量可达4直3交，同时约5直2交可以交付。为近几年的招标和交付大年，预期特高压项目核准加速仍会对镀锌铁塔需求继续带来增速。

国内实际需求弱于季节性

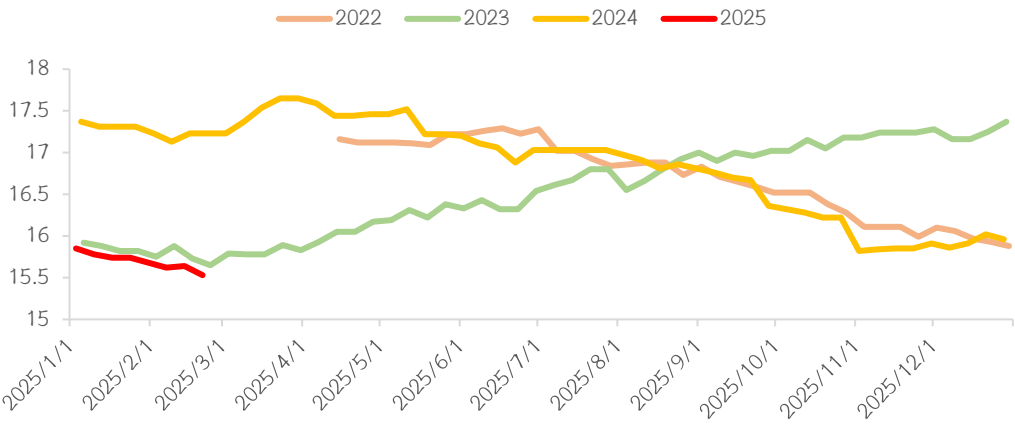
图表：水泥直供量：基建（%）



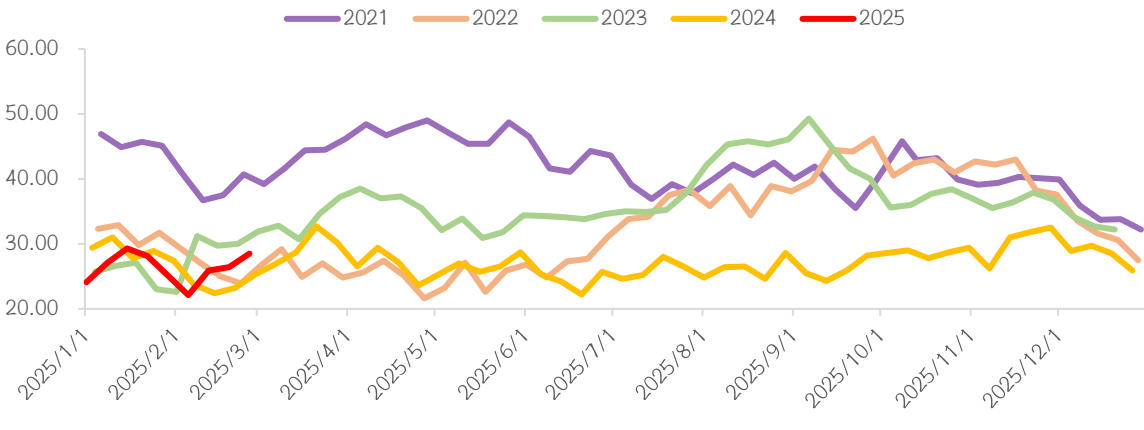
图表：水泥发运率:全国:当周值（%）



图表：浮法玻璃:在产日熔量（万吨）



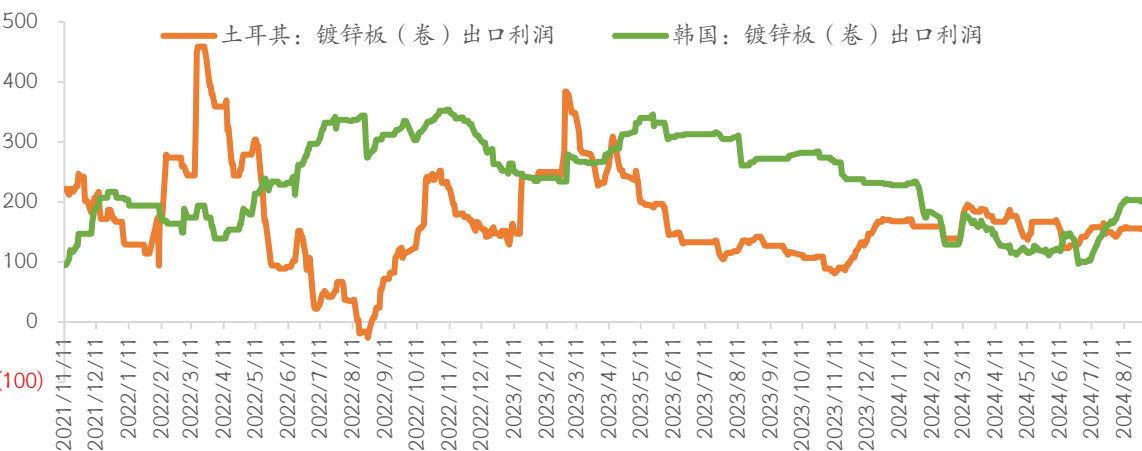
图表：国内样本企业沥青开工率（%）



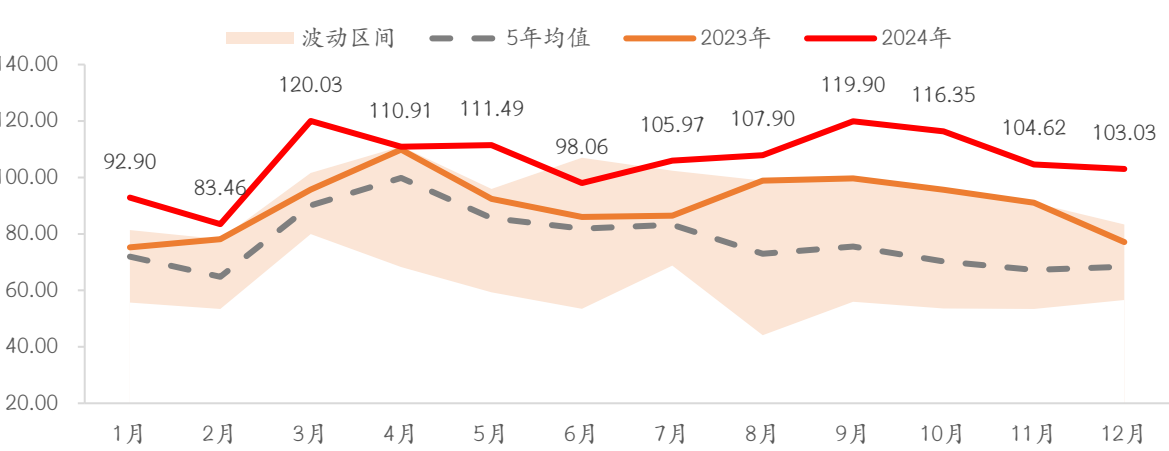
资料来源：iFind 光大期货研究所

关税问题不断，镀锌出口或承压

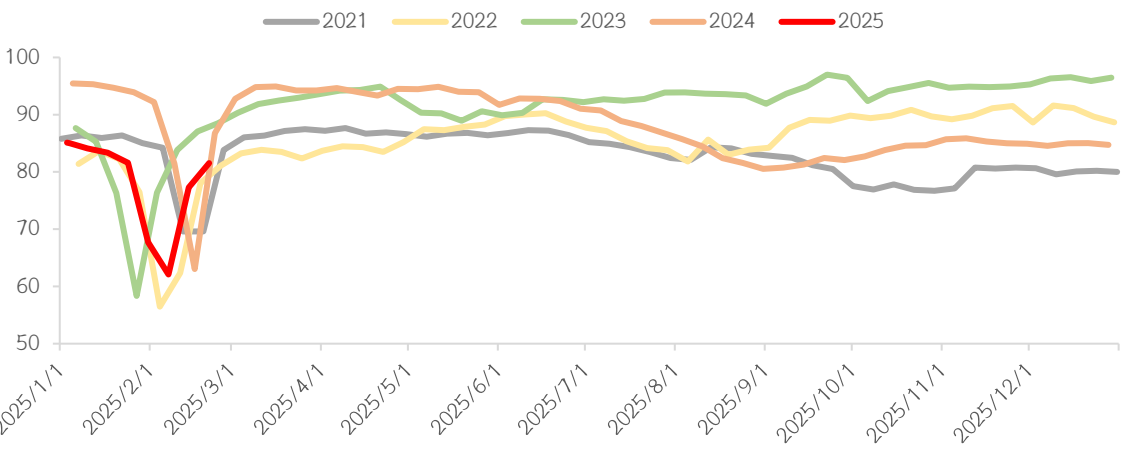
图表：镀锌板（带）出口利润（单位：美元/吨）



图表：镀锌板（卷）出口量（单位：万吨）



图表：钢厂镀锌板卷产量（单位：万吨）

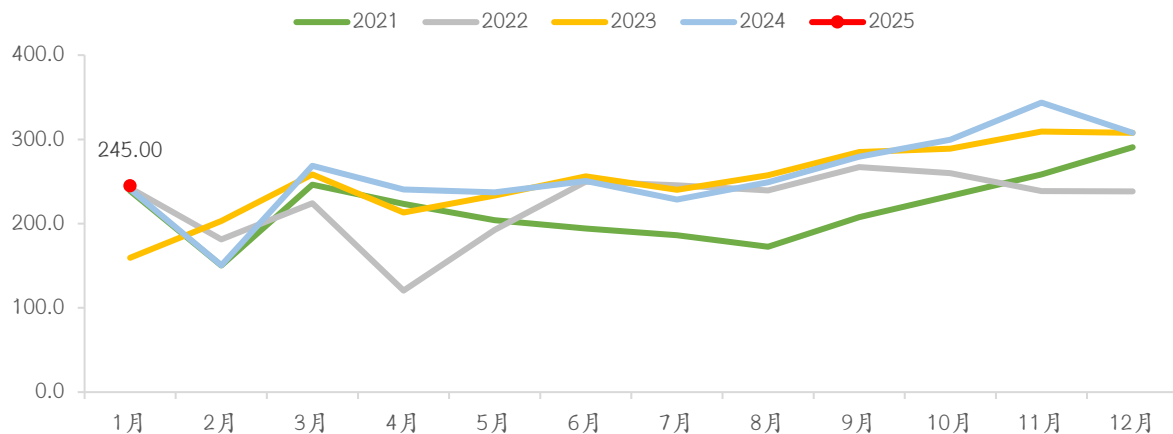


资料来源：Mysteel iFind 光大期货研究所

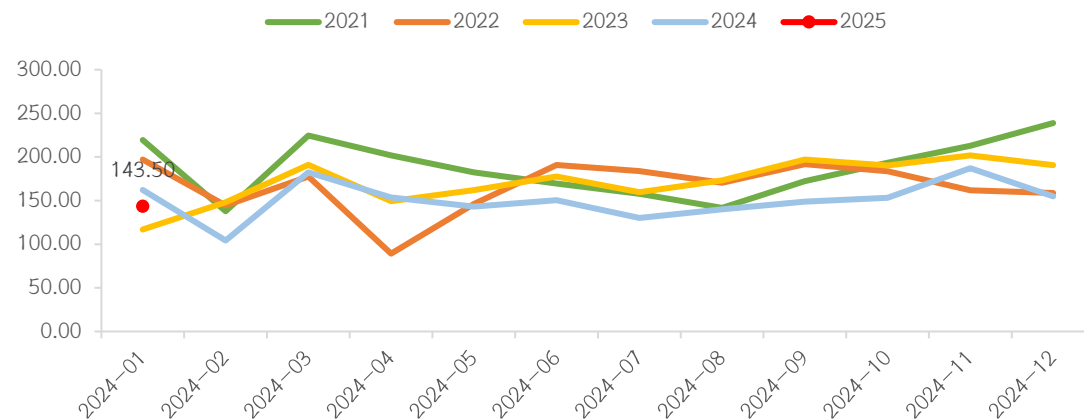
- 2024年，国内镀锌板(带)累计出口1,275万吨，累计同比+17.33%；统计钢厂生产镀锌板（带）4,587万吨，累计同比-3.56%。
- 从2024年出口数据来看，国内主要出口目的国为韩国、泰国和菲律宾，出口占比基本在10-11%左右，其次为巴西和越南占比4-5%。其中，泰国、菲律宾、巴西和越南均已在前几年对镀锌钢材征收较高进口税率。但是需要注意韩国于2025/2决定对中国生产的厚板征收临时反倾销税，预计在初步裁定后50天内开始征收（即2025/4月上旬），国内出口或将因此有较大压力。

汽车整车用锌量下降，但总产量提升带来半钢胎开工维持高位

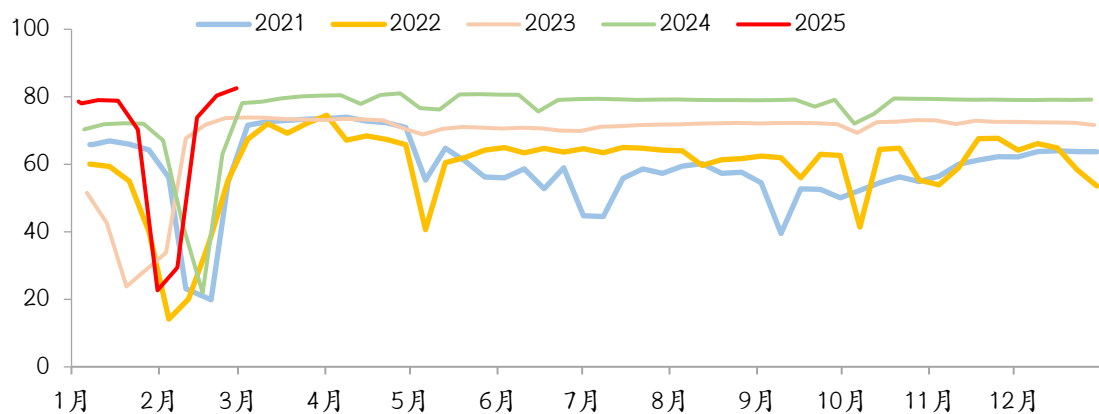
图表：汽车产量（单位：万辆）



图表：传统汽车产量（单位：万辆）



图表：半钢胎开工率（单位：%）

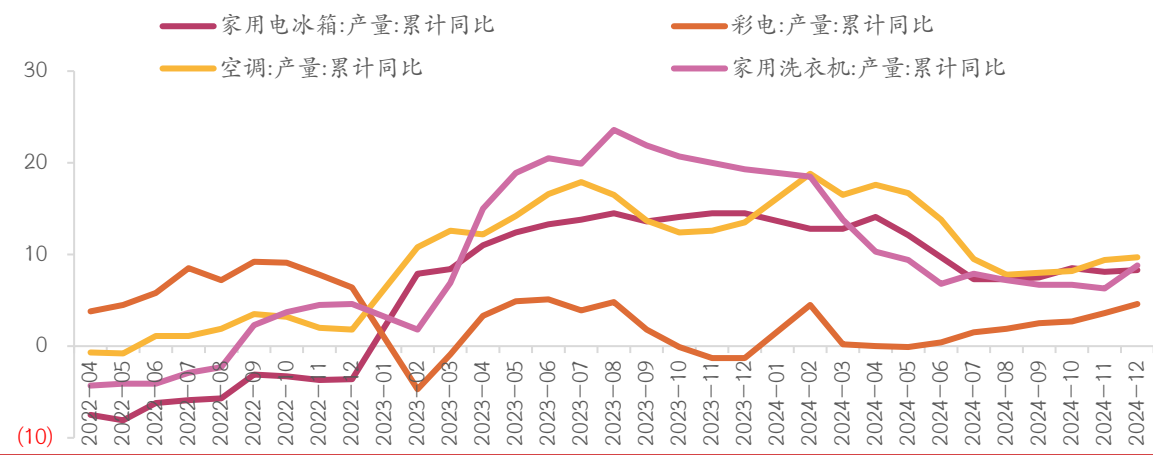


- 2025/01，国内汽车生产245万辆，同比+1.66%；传统汽车累计生产1,43.5万辆，同比-11.58%；汽车累计出口47万辆，同比+6.09%。
- 虽然国内汽车生产同比小幅增长但是新能源汽车产量占比持续提升，传统燃油汽车份额受到挤压导致产量累计同比转负，压降汽车用镀锌板材需求。但是，汽车产量的同比增长带动了半钢胎需求，国内半钢胎开工率全年同比处于高位，带动氧化锌需求。

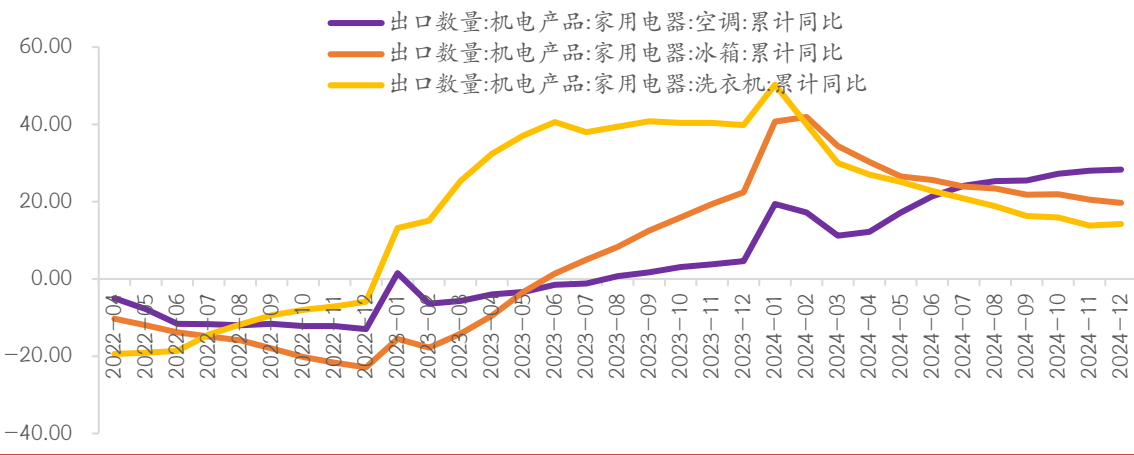
资料来源：SMM iFind 光大期货研究所

2025年促消费政策加码，进一步扩大“以旧换新”的范围和补贴力度，进一步利好白电内销

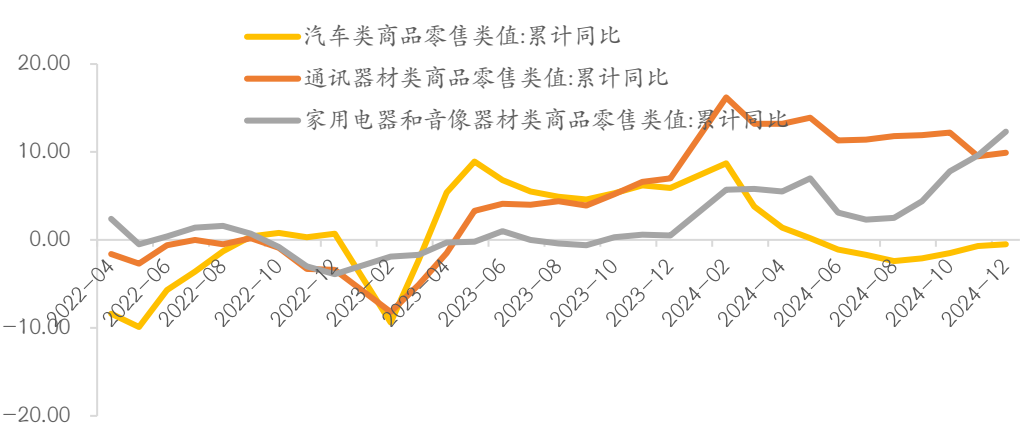
图表：白色家电：产量：累计同比（单位：%）



图表：白色家电：出口量：累计同比（单位：%）



图表：社零：分品类增速（单位：%）

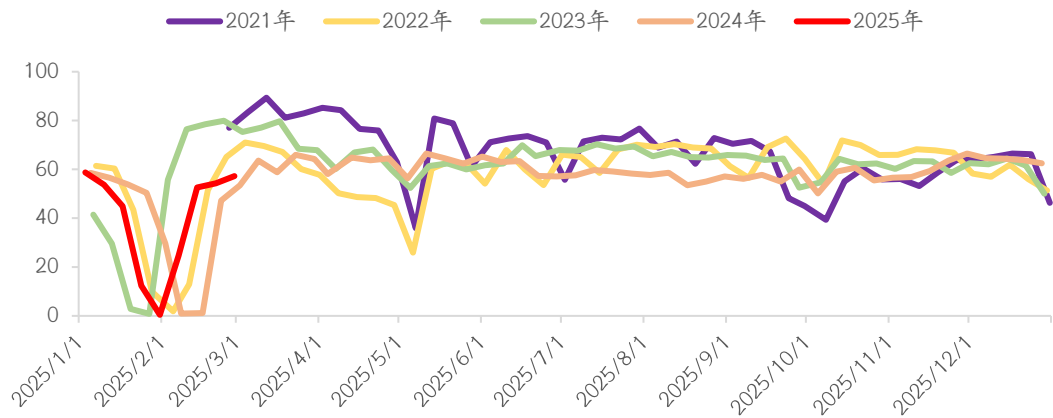


- 2024年有1,500亿超长期特别国债资金用于“以旧换新”，效果较好。2025年已进一步加大资金投入，并已将通讯器材类部分商品纳入消费刺激范围。国内汽车、白电和智能手机消费预期将有继续好转的迹象。
- 但特朗普已正式上任，多重关税政策措施加征风险对国内汽车和白电出口制约较大。从2024年数据来看，汽车整车出口占比提升至20%附近、白电出口占比提升至50%附近，若关税加征速度和幅度过快，将对出口需求形成较大压制，影响镀锌板材内需。因此，在关税制约下，即使“以旧换新”政策加码，也谨慎给予汽车与白电消费贡献持平。

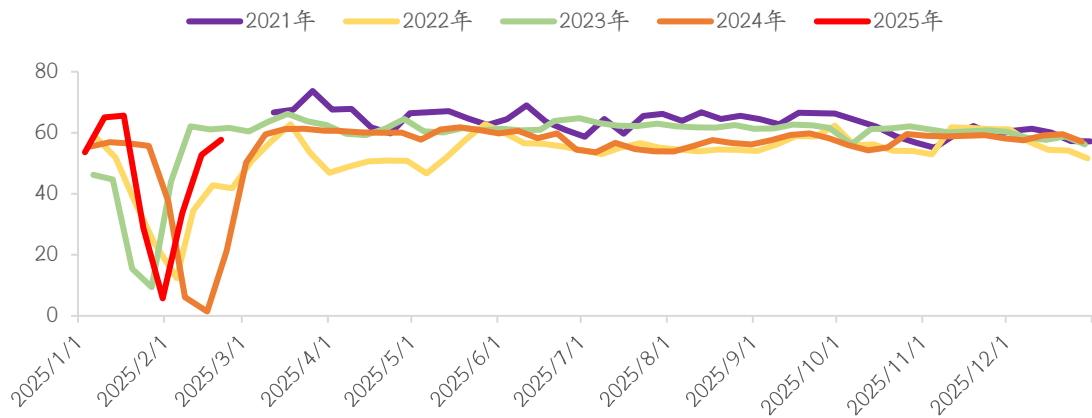
资料来源：SMM iFind 光大期货研究所

下游节后复工节奏偏慢

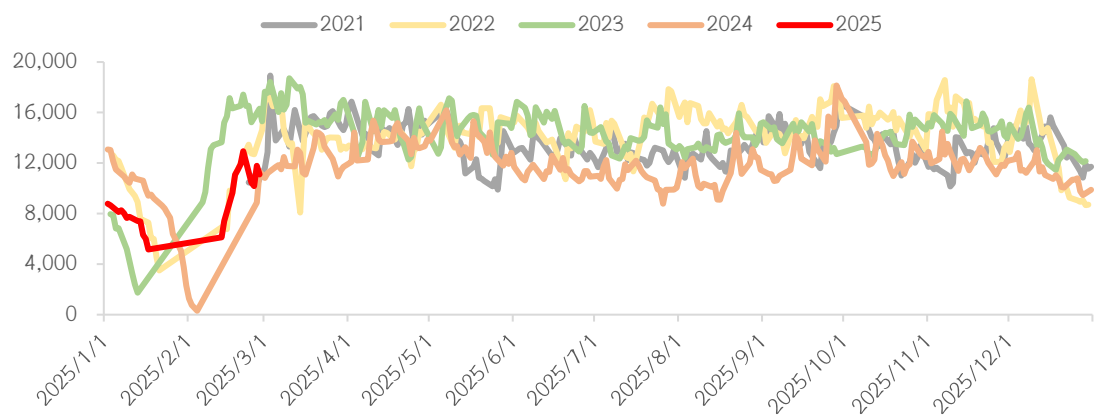
图表：镀锌结构件开工率（单位：%）



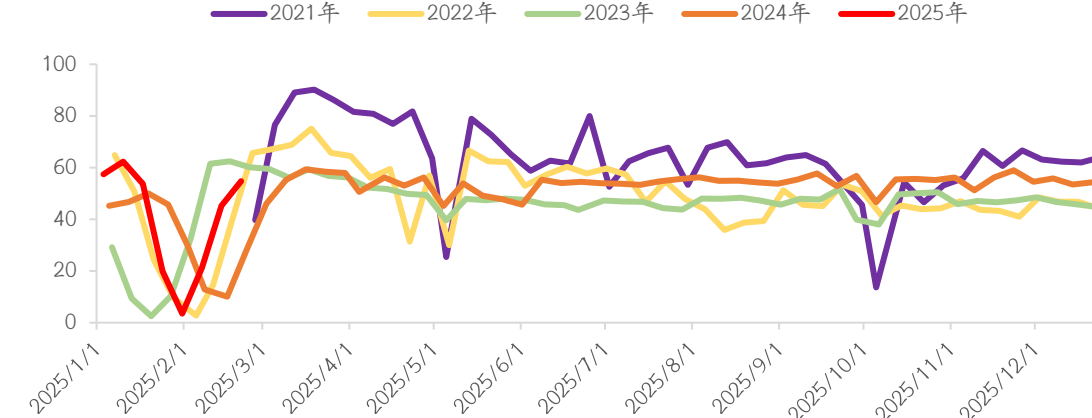
图表：氧化锌开工率（单位：%）



图表：镀锌管：成交量（单位：吨）



图表：压铸合金开工率（单位：%）



资料来源：SMM iFind 光大期货研究所

平衡表：海外矿增量大于国内，进口矿增幅扩大

图表：中国矿端平衡表（单位：万金属吨）

锌矿供应YoY	—	11.74%	−2.76%	1.62%	−1.56%	2.97%
中国矿端平衡	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
国内矿产量	341	381	371	377	371	382
进口矿	174	167	188	215	186	221
矿供应	515	548	559	591	557	603
矿端平衡	(23)	9	30	6	(10)	9
锌矿需求	537	539	529	585	567	594
冶炼损失	21	21	20	23	22	23
原生冶炼产量	517	519	509	563	545	571
再生锌产量	91	92	90	99	74	80
精锌供应量	608	610	598	662	619	651
锌矿需求YoY	—	0.39%	−1.94%	10.61%	−3.15%	4.83%

资料来源：SMM Wind 光大期货研究所

矿端，以公开可查信息为准，全球矿山增量如下：

- 1. 2024年间因事故造成的短期减产矿山，将在2025年复产的规模预期+24.69万金属吨；
- 2. 2023年因高成本亏损停产的矿山，将母公司已因亏损破产倒闭的矿山排除，在2025年有复产可能性的减量矿山合计在23万金属吨附近（但因矿山增量较大，暂不考虑这部分矿山的复产，仅作提示）；
- 3. 海外新建矿山预期+40.48万金属吨；
- 4. 国内新建矿山预期+10.40万金属吨附近。

保守估计2025年全球锌矿增量约70万金属吨附近。

2025年全球锌矿增量主要集中在除中国以外地区，而海外冶炼生产稳定并且新增原生冶炼产能有限，海外锌矿供应过剩幅度扩大。而国内锌矿供应同比增速仅+2.95%，原生冶炼产能投产较多，国内对进口矿的需求将继续抬升，预期2025年比价将能够长期维持锌矿进口窗口打开。因冶炼厂在2024年原料库存去化明显，有补库的需求，所以矿端供需有一定过剩量。

平衡表：供应新增过剩，传统金属需求乏力

图表：中国供需平衡表（万吨）

	32%	31%	36%	37%	33%	
锌锭产量YoY	—	0.16%	-1.77%	10.75%	-6.30%	4.94%
中国精锌平衡	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
产量	608	609	598	662	621	651
进口量	37	43	7	38	45	24
出口量	0	1	8	1	2	1
需求	650	679	603	695	664	658
国储抛库	0	18	0	0	0	0
锭端平衡	(6)	(9)	(5)	5	(2)	17
锌锭需求YoY	—	4.41%	-11.25%	15.29%	-4.38%	-1.00%

资料来源：SMM Wind 光大期货研究所

风险提示：矿山投产不及预期、政策刺激超预期、汇率波动、地缘风险

- 冶炼端，预期进口矿将+16%至250万金属吨。再生锌冶炼利润在2025年因原矿石走向宽松预期会回落正值，但因钢厂生产受限，次氧化锌原料难言宽松，环比增量或仅6万吨左右。合计而言，预期2025年国内精炼锌产量或同比+6.29%至659万吨，产量由春节后开始逐步爬坡，呈前低后高。
- 需求端，两大传统终端需求，地产与基建从政策端来看都难言有向好。而2024年有较大增量供需的汽车与白电版块，考虑明年特朗普政府正式上任，若关税加征速度和幅度过快，将对出口需求形成较大压制，影响镀锌板材内需。因此，在关税制约下，即使“以旧换新”政策加码，也谨慎给予汽车与白电消费贡献持平。
- 总体而言，预期2025年锌价以震荡走弱为主。拆分到季度来看，1季度国内矿山停工减产较多，预计国内锌矿加工费反弹力度有限，价格走势震荡为主。进入2季度，随着国内矿山季节性复产和海外锌矿供应放量，预计国内锌矿加工费会加速反弹，冶炼利润修复下冶炼端供应也将逐步跟随增加，此时锌价或将逐步进入走低。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，交易者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。