

新湖有色周报（锌）：20250210-20250214

要点：

本周国内地产消息提振加上特朗普签署对等关税备忘录，锌价表现为第三次探底回升，但在 TC 持续回升下，仍被作为有色中偏空配品种，周五夜盘回撤较大，整体波动加大。

本周国内现货市场，升水较上周下行，但由于市场到货偏少，持货商仍有挺价，周五止跌维持平水；进口亏损再度小幅扩大至近 400 元/吨。矿端来看，近期 TC 继续回升，但冶炼厂原料库存升至 28 天高位，采购情绪不高，SMM 国内 1 月产量环比增 0.55 万吨，低于预期，因此来看矿的宽松传导至冶炼端仍较不畅。从周度开工来看，节后第二周开工率略不及预期，但今年春节期间开工率仍好于前 3 年，目前下游成品库存及原料库存均处于偏低水平。库存方面，据 SMM 统计，截止本周四国内锌锭社库继续累库 0.46 万吨至 12.33 万吨，累库速度放缓，而 LME 库存也继续去库。我们认为，在此库存水平下，不宜过分看空锌价，且基本面分歧扩大，锌价波动加大。

宏观方面，国内 3 月重要会议临近，海外再通胀交易升温，有色金属或仍有较优表现，下周锌价或延续反弹行情，关注 20 日均线突破情况。

分析师：柳晓怡（铅锌）

从业资格号：F3041999

投资咨询号：Z0015277

审核人：孙匡文

撰写日期：2025 年 2 月 16 日

一、一周行情回顾

本周三美国 CPI 全线超预期，市场对降息推迟定价基本到位，而周四晚间 PPI 高于预期，但分项表明核心 PCE 可能不及预期，美指回落，另特朗普签署对等关税备忘录，根据国家逐一的相关政策预计 4 月 1 号前完成。海外市场风险偏好明显提振且再通胀交易升温。整体上周内锌价表现为三次探底后强势回升。但周五晚间，受锌矿加工费继续上行、矿端供应宽松预期打压下，锌价再次受压回落，收回日间涨幅。截至周五 15:00 收盘，沪锌主力 2503 合约收于 24125 元/吨，一周涨幅 0.46%，最低 23475 元/吨，最高 24145 元/吨。截止周五 15:00 外盘 LME3 月期锌收于 2887 元/吨，一周涨幅 0.77%，最低 2804.5 美元/吨，最高 2900 美元/吨。周内表现外强内弱，进口亏损扩大。

图表 1：沪锌主力合约走势图（日 K 线）



资料来源：文华财经 新湖期货研究所

图表 2：LME 三月期锌走势图（日 K 线）



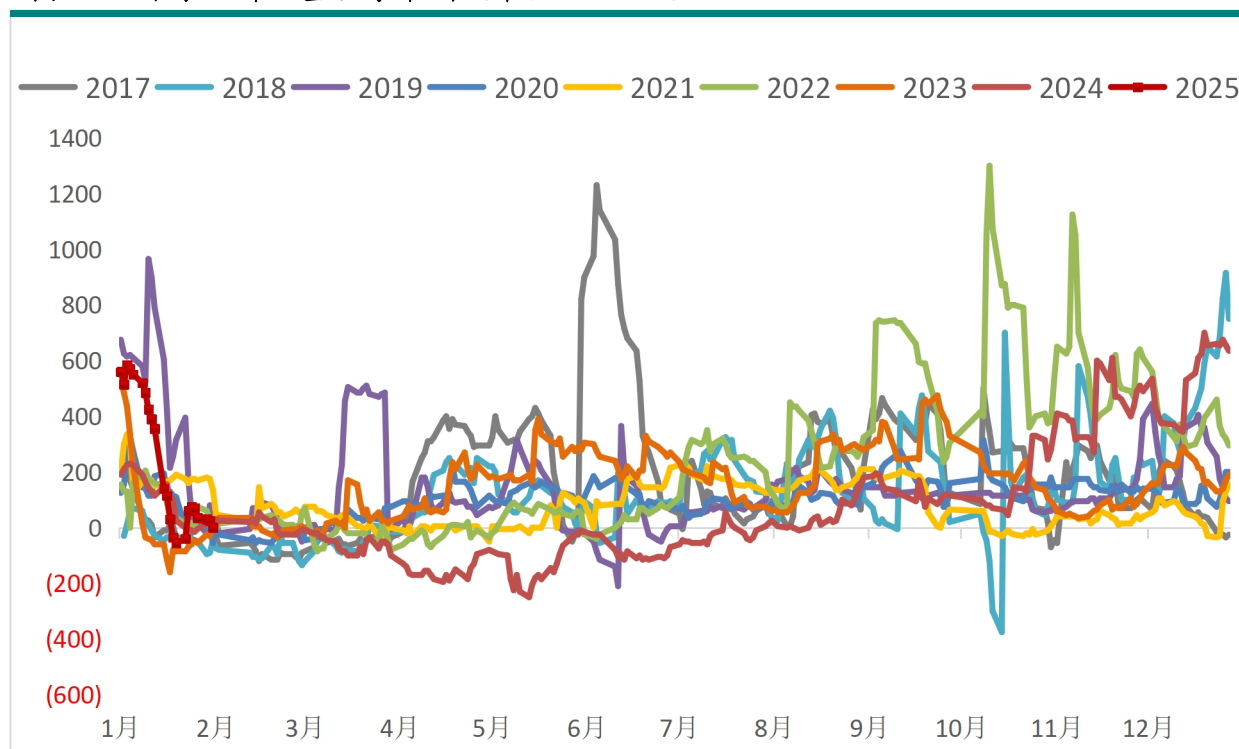
资料来源：文华财经 新湖期货研究所

二、现货市场

本周国内现货市场，节后第二周，整体成交仍较清淡，升水较上周下行，但由于市场到货偏少，持货商仍有挺价，周四周五对主力维持平水。分地区来看，上海地区升水明显回落，截至本周五 0#锌普通平均对 2503 合约报升水 0-20 元/吨附近，较上周下降 60 元/吨；天津市场贸易商着急出货，下调升水较多，0#锌锭普通对 2503 合约报贴水 30-升水 40 元/吨，较上周下降 80 元/吨；广东地区主流品牌报对 2503 合约贴水 70-30 元/吨，较上周下降 75 元/吨。

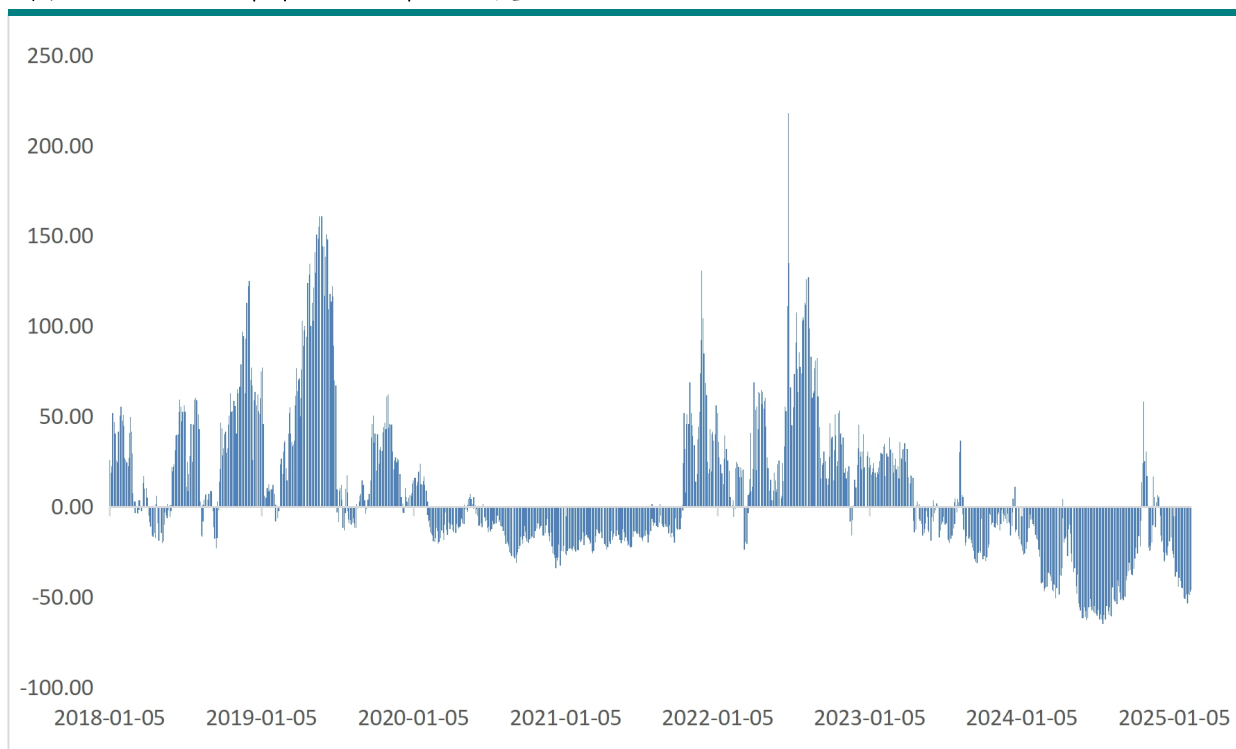
外盘本周 LME 维持 Contango 结构，贴水小幅收窄，截止本周五，LME0-3 贴水 43.43 美元/金属吨（上周五贴水 48.05 美元/金属吨），国内锌锭进口溢价持平 120 美元/吨。本周在美国加征钢材等关税影响下，外盘价格表现较强，沪伦比回落，进口亏损扩大，截止周五锌锭进口亏损扩大至 400 元/吨左右。

图表 3：国内 0#锌锭基差季节图（单位：元/吨）



资料来源：WIND 新湖期货研究所

图表 4：LME0-3 锌升贴水（单位：美元/吨）



资料来源：WIND 新湖期货研究所

三、供应端

近期消息方面，1月9日，艾芬豪矿业发布2024年生产结果和2025年生产指导，旗下刚果基普希（Kipushi）在2024年生产了50,307吨锌精矿，其中包括12月的月度记录14,900吨，产量接近设计产能。基普希为2025年设定的生产指导为18-24万吨锌。基本上与我们在年报中的预期一致。但1月27日以来，刚果与卢旺达地区冲突爆发，局势仍在恶化，难免影响该矿正常产出预期。

2024年12月18日，日本Toho Zinc宣布将在2024财年末关闭其年产能10万吨的锌冶炼厂，但实际上其产量从7月已开始下降，关闭前月产量已降至4000多吨。另外，韩国Young Poong准备在本季度早些时候关闭其40万吨/年的Seakpho冶炼厂60天；TeckResources于1月20日宣布，其精炼产量将在2025年下降10-25%。

国内方面，2024年12月31日，新矿集团火烧云铅锌矿60万吨/年铅锌冶炼工程启动回转窑点火仪式。据我们分析了解，目前仍在冬季矿山停产阶段，可能主要为旧料库存处理阶段，新料的投放仍需等至春节回温融化，至少到二季度，而其配套冶炼厂实际产出，则更晚，或仍需至下半年。

整体上来看，近期国内矿端确实有趋宽松态势，12月下旬以来，锌矿TC开始明显回升，本周国产锌矿的周度加工费均价2750元/吨，较上周继续上行150元/吨，较24年低点已回升1300元/吨，进口锌矿加工费较上周回升5至20美元/干吨，但国内冶炼厂已基

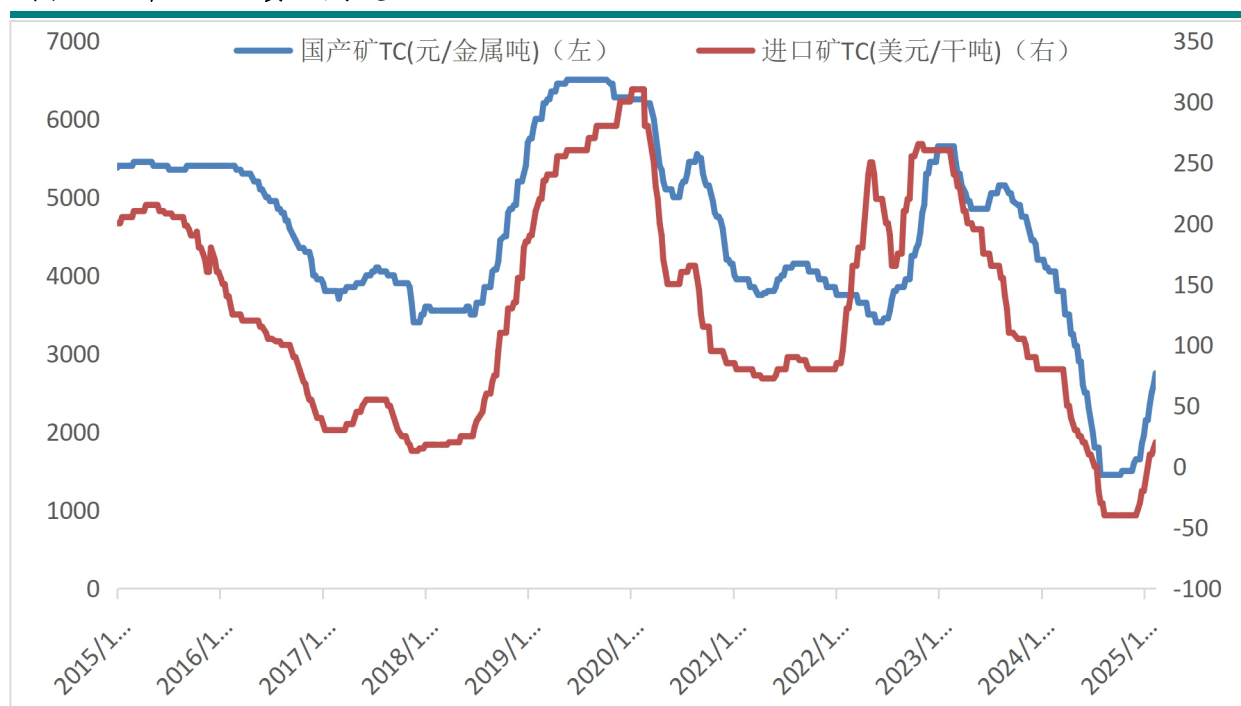
本完成原料备库，1月国内冶炼厂原料库存升至28天高位，已超出正常水平，继续采购意愿下降。另外，春节期间进口锌矿市场成交仍较稀少。本周国内锌矿港口库存较上周下降0.7万至31.6万实物吨。

但我们认为仍不宜过分交易供应端的宽松，一方面，国内北方矿山仍在季节性停产，新投产矿山后续产量或仍有反复，另一方面，即使TC修复，但仍在历史低位，且长单TC或仍创历史新低，且锌价若加速下跌，仍将压缩冶炼厂利润，从而抑制了冶炼端的复产积极性，尤其是海外冶炼厂。因此短期从供应端来看，并未完全达到真正过剩及时间节点。

冶炼产量方面，据SMM统计，2025年1月国内精炼锌产量环比增加0.55万吨至52.22万吨，仍比预期低将近1万吨，同比下降7.9%。另外从春节放假安排和企业生产天数减少来看，预计2月产量或有下降至47.71万吨。累计同比降幅6.56，产量仍在收紧中。

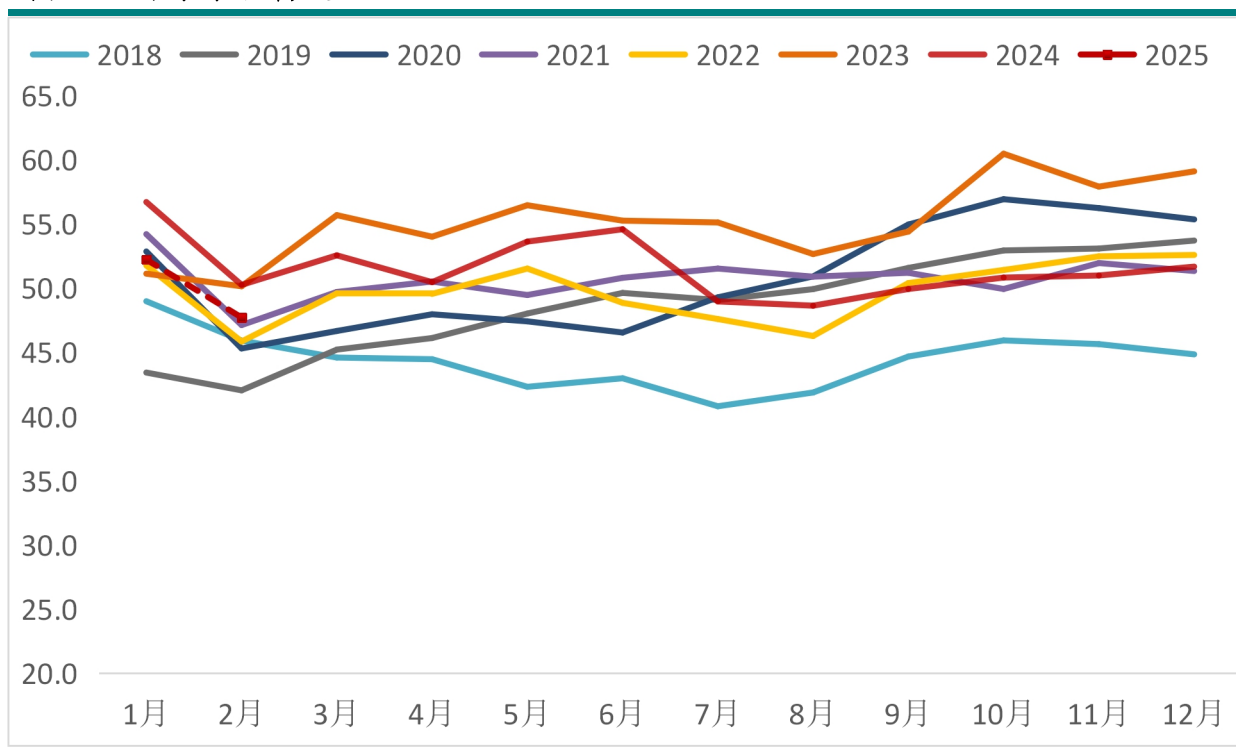
进出口方面，根据最新得海关数据显示，2024年12月精炼锌进口3.29万吨，环比下降0.23万吨或6.31%，同比下降45.94%，2024年精炼锌累计进口44.57万吨，累计同比增加17.22%，12月精炼锌出口0.44万吨，即12月精炼锌净进口2.85万吨，全年净进口42.89万吨。1-2月，锌锭进口窗口开启时间有限，加上春节假期因素，预计进口锌锭流入量或表现持稳，整体锌锭供应无显著增加。锌价内强外弱格局或延续。

图表 5：锌矿加工费（周度）



资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 6：国内精炼锌产量（万吨）



资料来源：SMM 新湖期货研究所

四、下游消费

国内需求方面，本周锌下游三大板块企业复产进度持续推进，周度开工均环比明显回升。具体来看，本周镀锌、氧化锌企业基本都已开工，但整体终端复工情况不如往年，订单表现较弱；压铸锌合金企业相对复工较晚。从周度开工来看，节后第二周开工率不及预期，但今年春节期间开工率仍好于前3年（有数据以来）。从原料及成品库存来看，下游企业库存水平均无过大压力，随着物流的恢复，成品库存下降，后续终端复工，开工或有持续回升，密切关注去库拐点及去库斜率。

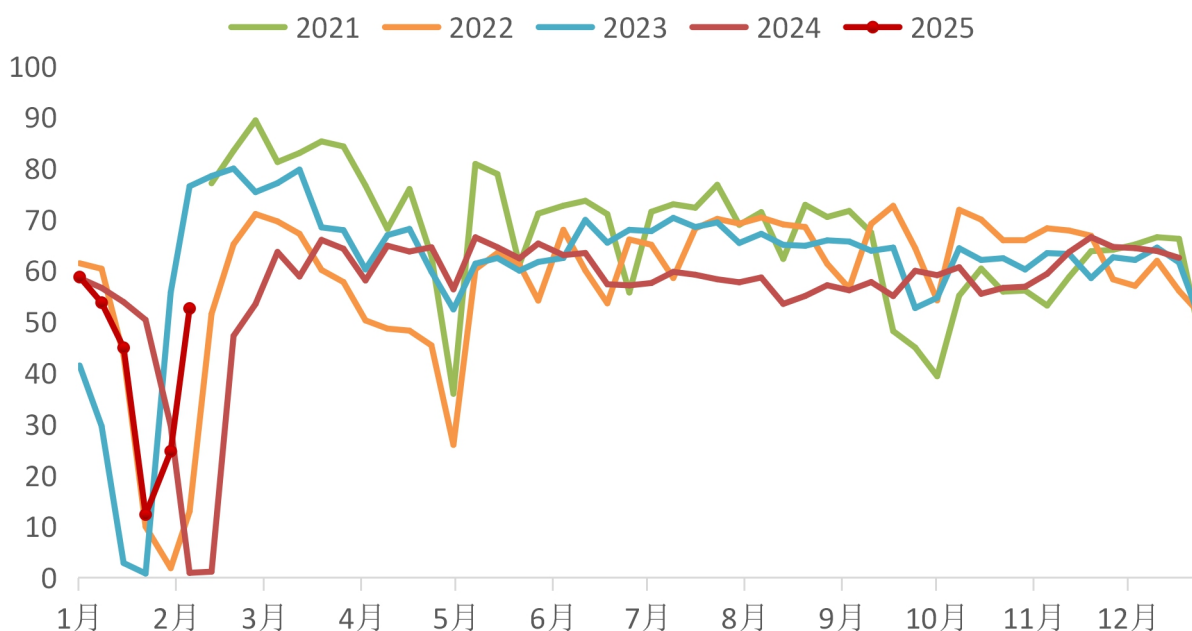
具体分版块来看，本周 SMM 镀锌周度开工率 52.58%，较上周增长 27.88 个百分点，本周企业基本开工，但终端并未完全复工，整体订单尚弱。具体来看，镀锌管走货不及预期，工人基本正月十五之后到岗，但运输恢复，成品开始走货，成品库存有所下降；镀锌结构件来看，铁塔及部分出口订单仍然较好。原材料库存方面，下游企业部分年前点价的锌锭陆续到货，叠加部分企业长单到货，锌锭库存有所增加。预计下周开工率维持震荡，微增至 53.39% 左右。

压铸锌合金方面，据 SMM 调研，本周压铸锌合金开工率 45.3%，较上周上涨 24.07 个百分点，略不及预期，周内企业陆续开工，但是部分企业反应当前生产工人仍未完全到位，同时随着锌价的不断上涨下游畏高情绪显现。在实际订单上，复工企业表示当前下游整体消费未有明显好转，各板块订单表现相对一般，下游多以少量刚需备货为主。原料方面，

本周压铸锌合金企业前期低价所定原料陆续到货，原料库存有所增加，而成品库存方面，虽本周锌价上涨，但随着运输正常，部分企业本周将前期未发货订单发出，成品库存减少。预计下周陆续有更多企业复产，压铸锌合金企业开工率或达到 55% 附近。

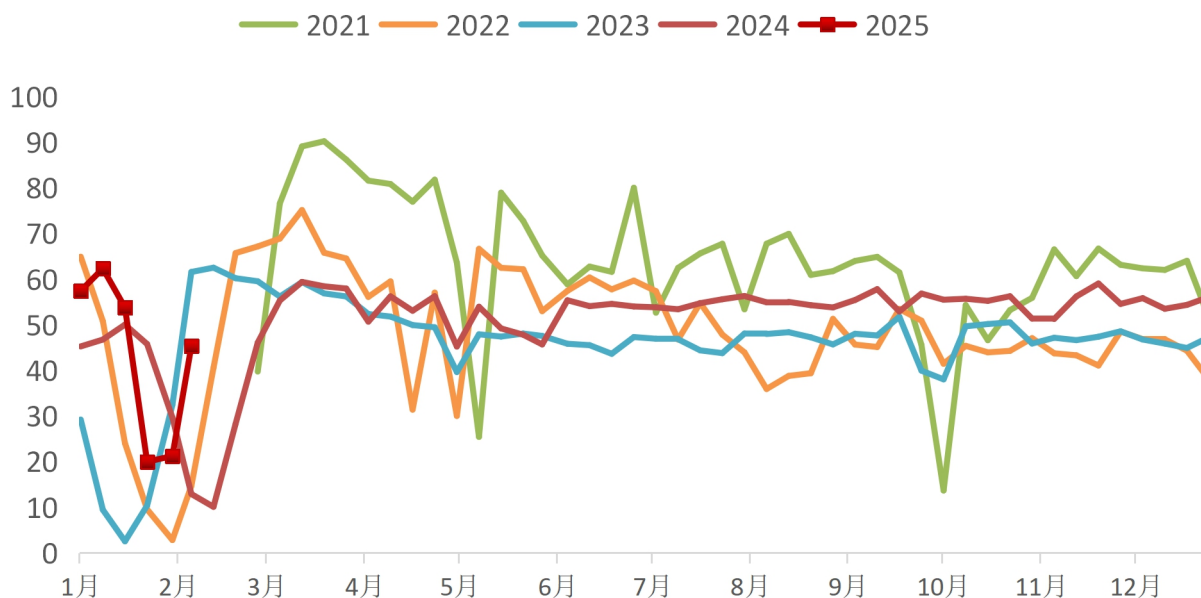
氧化锌方面，据 SMM 调研数据，本周氧化锌开工率为 52.77%，较上周上涨 19.14%，周内氧化锌厂复产节奏持续推进，周度开工率显著提高，基本符合预期。订单方面，轮胎厂生产不断恢复，橡胶级氧化锌新订单陆续流出，预计随着轮胎厂集中采购补库，下周橡胶级氧化锌订单或环比增加；陶瓷方面，受终端下游消费拖累，陶瓷级氧化锌订单表现一般，使得部分厂家推迟复产；饲料方面，节后饲料级氧化锌订单持稳运行，部分大厂仍在完成年前订单。原料方面，周内锌价先跌后涨，部分氧化锌厂逢低补库，整体原料库存增加。成品库存方面，元宵节后随着氧化锌厂逐步复工，企业的成品库存环比增长。SMM 预计随着生产天数的回升，下周氧化锌开工继续上行至 58.46%。

图表 7：国内镀锌企业周度开工率



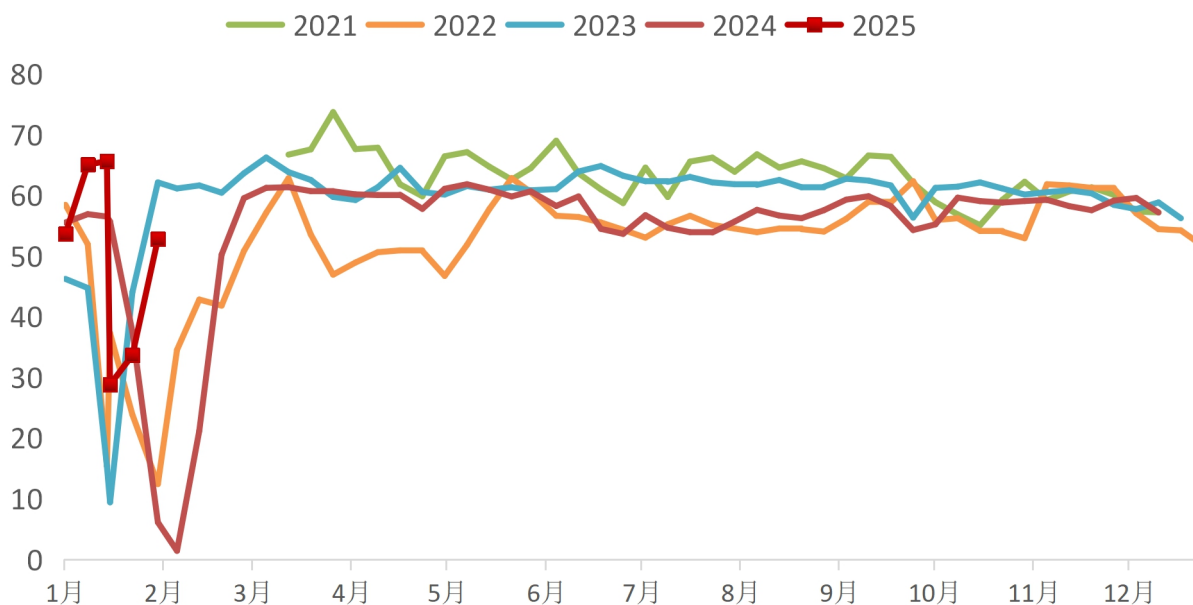
资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 8：国内压铸锌合金企业周度开工率



资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 9：国内氧化锌企业开工率



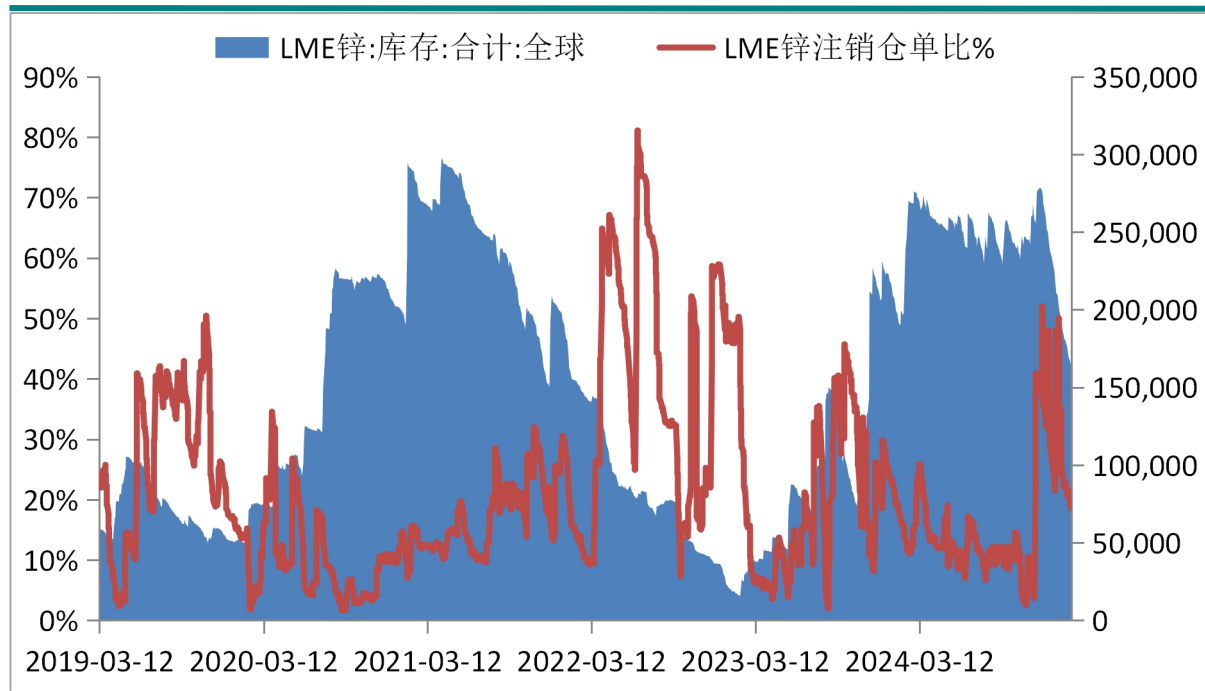
资料来源：SMM 新湖期货研究所

五、库存分析

锌锭库存方面，据 SMM 统计，春节期间国内锌锭社库共累库 3.66 万吨至 10.70 万吨，创下 2017 年以来最低累库且库存总量处于历史绝对低位。截至本周四（2 月 13 日），SMM 七地锌锭库存总量为 12.33 万吨，节后第二周累库 1.63 万吨，累库速度放缓。上期所库存方面，本周上期所锌锭库存 67503 吨，较上周增长 27911 吨，仓单回升至 7949 吨。整

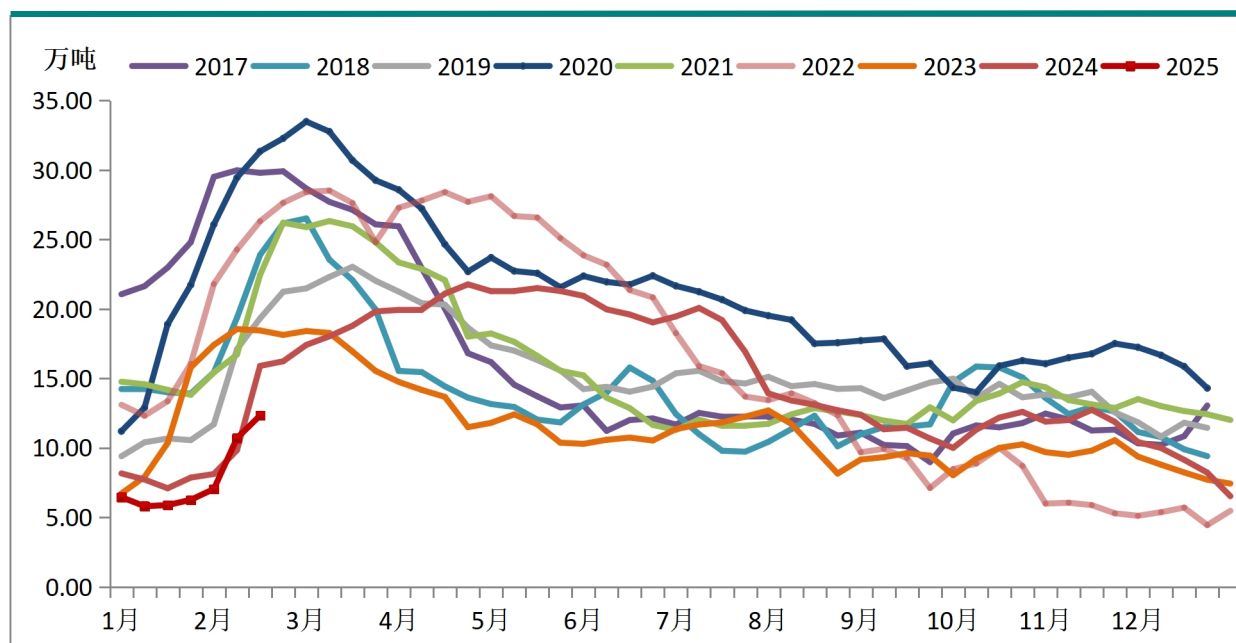
体来看，国内现货升水较上月回落，后续或有继续交仓回补，但整体上显性库存维持绝对低位，需密切关注国内春节后去库拐点出现时间及去库斜率。我们预计今年累库峰值或在15万吨以下，并迅速迎来去库拐点。海外库存方面，LME库存自去年12月以来已连续去库超11万吨，截至本周五，LME全球锌库存162,650吨，较上周下降7800吨，降幅4.58%，回到23年11月水平。而LME仓单本周注销仓单回落至2.95万吨，注销仓单比18.14%，维持在相对低位。整体来看，锌锭全球库存结构有所改善。

图表 10: LME 锌每日库存变化 (单位: 吨)



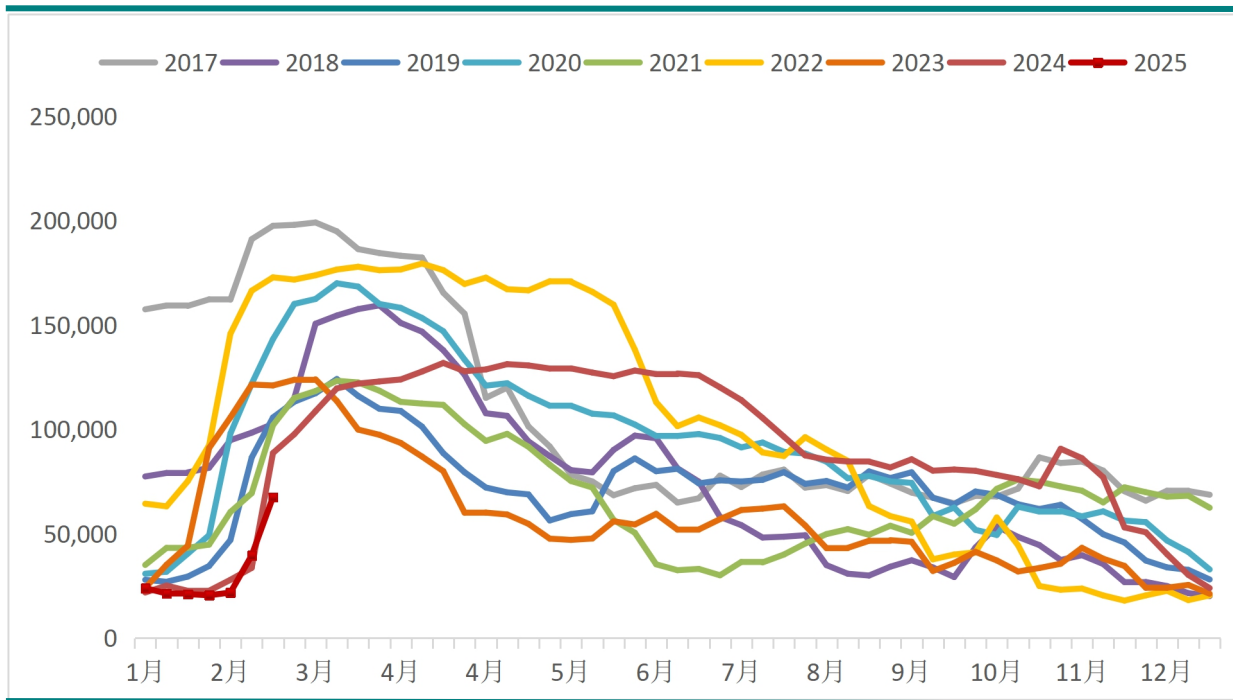
资料来源: WIND 新湖期货研究所

图表 11: 中国锌锭社会库存 (单位: 万吨)



资料来源：SMM 新湖期货研究所

图表 12：上期所锌锭库存（单位：吨）



资料来源：上期所 新湖期货研究所

六、后市展望

矿端来看，近期 TC 继续回升，但冶炼厂原料库存升至 28 天高位，采购情绪不高，SMM 国内 1 月产量环比增 0.55 万吨，低于预期，因此来看矿的宽松传导至冶炼端仍较不畅。从周度开工来看，节后第二周开工率略不及预期，但今年春节期间开工率仍好于前 3 年，目前下游成品库存及原料库存均处于偏低水平。库存方面，据 SMM 统计，截止本周四国内锌锭社库继续累库 0.46 万吨至 12.33 万吨，累库速度放缓，而 LME 库存也继续去库。我们认为，在此库存水平下，不宜过分看空锌价，且基本面分歧扩大，锌价波动加大。

宏观方面，国内 3 月重要会议临近，海外再通胀交易升温，有色金属或仍有较优表现，下周锌价或延续反弹行情，关注 20 日均线突破情况。

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息

均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。