



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-05-07

锌：金三银四过后，还有什么能支撑锌价？

吴坤金

有色研究员

从业资格号: F3036210

交易咨询号: Z0015924

电话 0755-23375135

邮箱 wukj1@wkqh.cn

张世骄（联系人）

有色研究员

从业资格号: F03120988

电话 0755-23375122

邮箱 zhangsj3@wkqh.cn

报告要点：

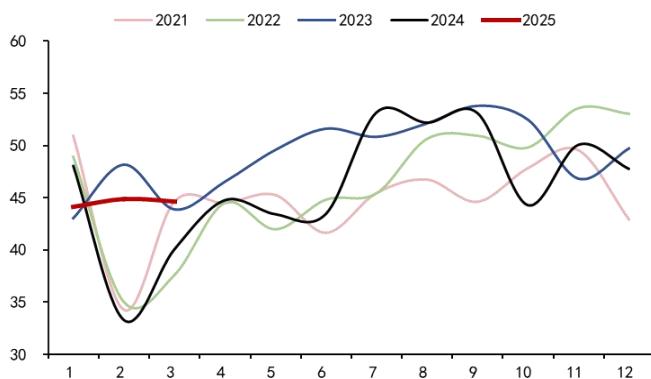
锌元素供应宽松，内需外需均显乏力，供需预期双弱。锌治开工意愿较高，进口窗口开启，金三银四传统旺季后，下游逢低采买备库持续性预计有限，供需现实由强转弱。通过将当前锌价与过去几轮锌矿宽松周期的利润、估值对比，锌价亦有一定下降空间。金三银四过后，伴随国内社会库存累库，锌价下方缺少支撑，预计仍有较大下行风险。

锌：金三银四过后，还能支撑锌价？

预期视角：供需双弱

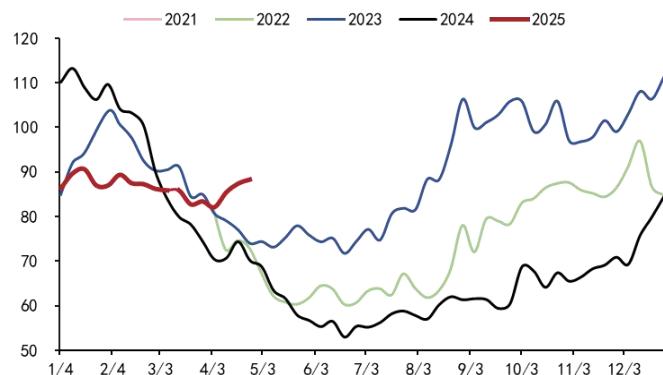
供应端，锌矿处于过剩周期中且该过剩周期仍未结束。通过对过往几轮锌矿过剩周期的复盘，我们可以发现即便在锌矿过剩周期结束后（TC 拐点），锌价还会维持一小段时间的下跌趋势；需求端，地产基建表现乏力，锌锭内需难有增量。在关税战的背景下，美国对东南亚地区征收关税，中国镀锌出口转口贸易受限，锌锭出口消费下行。进入五月后，锌锭金三银四传统旺季结束。综合供需来看，锌产业预期视角呈现供需双弱格局。

图1：国内锌精矿总供给季节图（万金属吨）



数据来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

图2：国内锌矿显性库存（万实物吨）



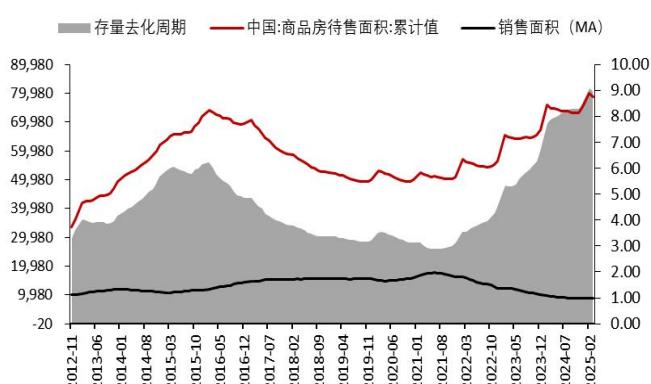
数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图3：国产锌精矿加工费（元/金属吨）及沪锌收盘价（元/吨）



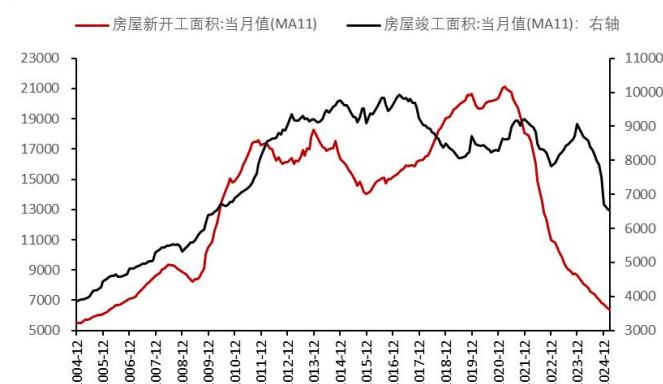
数据来源：钢联数据、上期所、五矿期货研究中心

图4：商品房存量房去化周期（万平米）

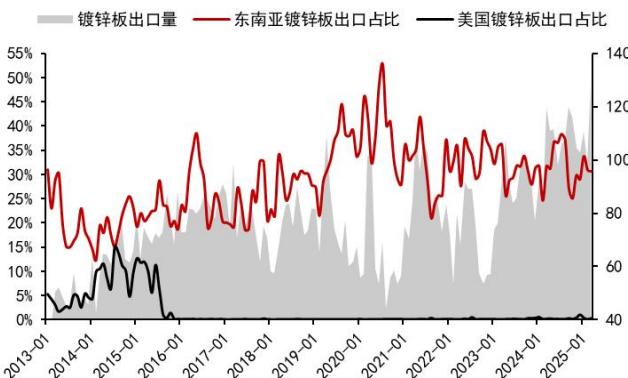


数据来源：Wind、五矿期货研究中心

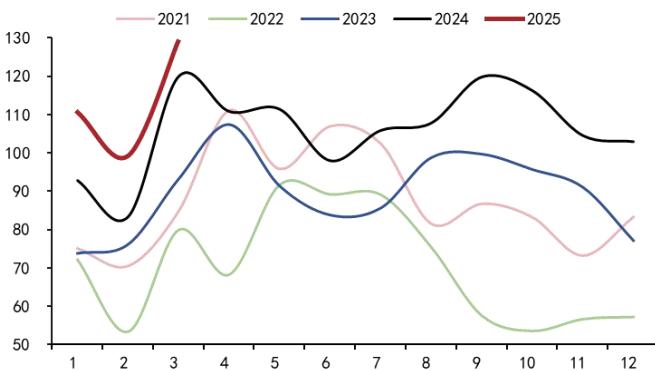
图5：房屋新开工面积及竣工面积MA11移动平均线（万平米）



数据来源：Wind、五矿期货研究中心

图 6: 镀锌板出口量 (万吨) 及流向占比 (%)


数据来源：海关、五矿期货研究中心

图 7: 镀锌板出口量季节图 (万吨)


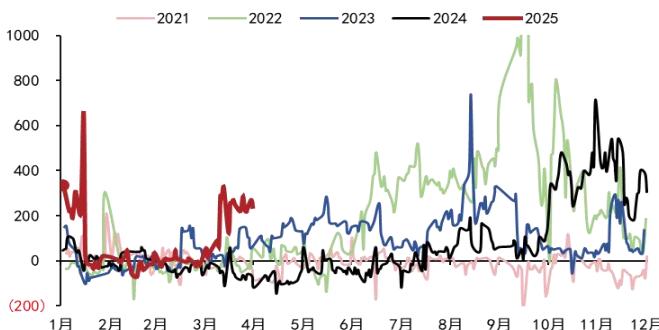
数据来源：海关、五矿期货研究中心

现实视角：由强转弱

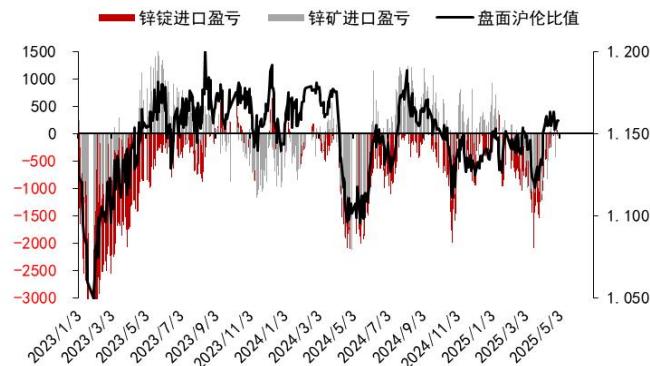
清明节后，特朗普政府关税政策引发宏观风险，全球大类金融资产均出现较大跌幅。锌价亦有大幅下跌。供应端，伦锌暴跌推高沪伦比值，锌锭现货进口窗口临近。此外，国内锌冶炼厂利润水平修复较多，冶炼开工率维持相对高位，近端锌锭供应趋松。需求端，初端企业逢跌大量备库，且存在金三银四备库情况，逢低补库后原料处于历年高位。但当前黑色产业利润处于较低水平，镀锌厂利润水平有限，开工率维持相对低位，预计金三银四传统旺季结束后，下游消费将由强转弱。

图 8: 国内锌冶利润及锌锭价 (元/吨)

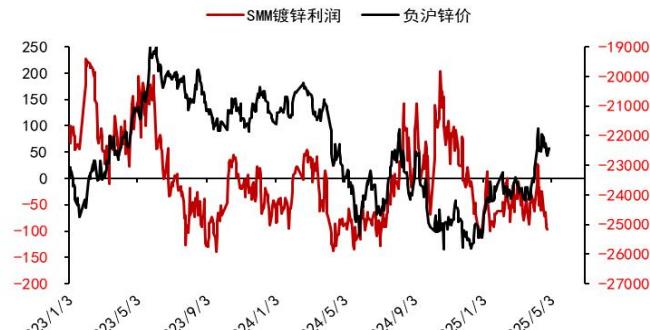

数据来源：SMM、上期所、五矿期货研究中心

图 10: 沪锌连续合约-连一合约价差季节图 (元/吨)


数据来源：上期所、五矿期货研究中心

图 9: 锌矿/锌锭进口盈亏 (元/吨) 及沪伦比值


数据来源：SMM、五矿期货研究中心

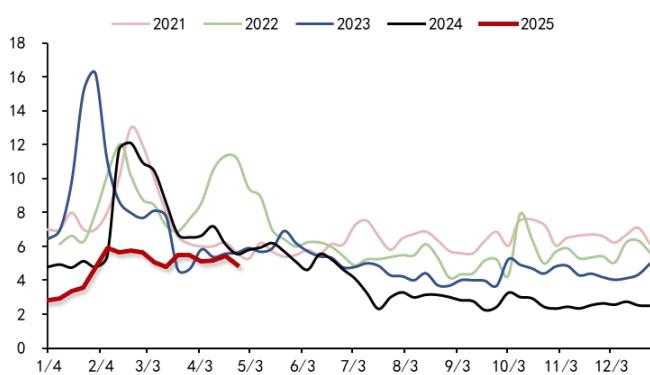
图 11: 下游镀锌利润 (元/吨) 及锌价负数 (元/吨)


数据来源：SMM、五矿期货研究中心

利润-估值：仍有下行空间

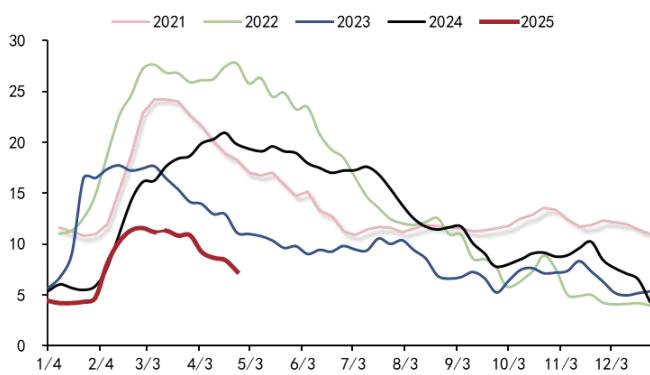
从利润-估值视角来看，当前锌市场的利润情况表现为矿山利润处于中性状态且仍具备下行空间，而炼厂利润以及 TC 与历史数据相比仍处于相对低位水平。在估值方面，与 2023 年 4 月锌的供需状况对比，当下锌矿数量更多，去库存的斜率基本持平，同时终端消费却更为疲弱。综合利润和估值的情况，矿山利润仍有一定下行空间，锌冶利润距离过去几轮供应周期仍处于相对低位。供应相对更充足且终端消费更弱，由此可见当前锌价估值仍然偏高，基于这样的市场态势，锌价存在一定的下降空间。

图 12：锌锭上游成品工厂库（万吨）



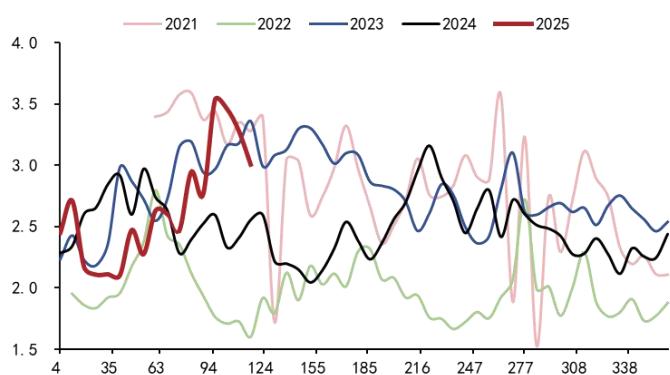
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 14：锌锭国内社会库存（万吨）



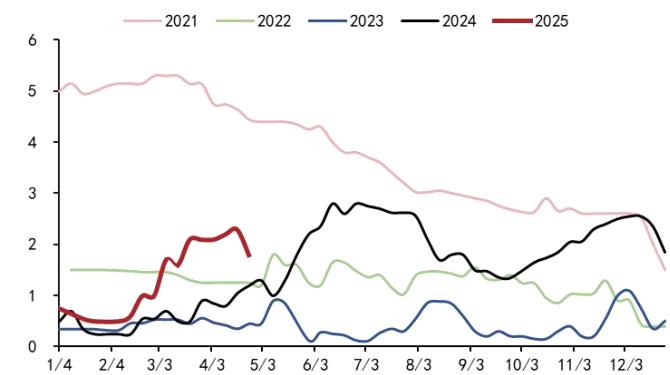
数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 13：锌锭下游原料库存（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

图 15：锌锭保税区库存（万吨）



数据来源：SMM、五矿期货研究中心

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn