



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

策略摘要

美联储利率不变基本处于市场预期，海外宏观过去一周尚未出现过多扰动。现货市场方面，下游实际复产复工节奏偏慢，消费实际并不理想，现货市场畏高情绪较重，即时库存低位贸易商挺价，但实际现货市场升贴水难修复。TC 仍处于上涨周期中且预期不变，冶炼利润明显修复，海外 Odda 落地投产，随着国内矿山节后复工复产以及国内冶炼厂检修结束，预计供应端将会持续增加。社会库存方面，虽然累库幅度低于预期，但当前的去库并不顺利，随着国内冶炼产量的增加，低库存对价格的支撑将减弱。

投资逻辑

■ 市场分析

截至 2025/3/21，伦锌价格较上周减少-1.92%至 2911.5 美元/吨，沪锌主力减少-1.53%至 23770 元/吨。LME 锌现货升贴水(0-3)由上周的-15.48 美元/吨变动至-18.55 美元/吨。

供应方面：截止 3 月 21 日当周，SMM 国产锌精矿周度加工费较上周持稳于 3250 元/金属吨，进口锌精矿周度加工费较上周持稳于 35 美元/吨。锌冶炼厂持续观望，原料采购行为较少，冶炼厂自身原料水平保持较高，并且国内锌矿也逐渐复产，锌矿供应预计环比增加，冶炼厂对后续加工费仍持挺价态度。2 月国内冶炼厂产量 48.1 万吨，比预期增加 0.4 万吨，3 月份预期产量 54.5 万吨。冶炼亏损修复至亏损 500 元/吨左右。

消费方面：下游消费仍处于缓慢修复中。具体来看，镀锌企业开工率较上周增加 1.43%至 60.64%，压铸锌合金开工率较上周增加 0.46%至 58.1%，氧化锌企业开工率较上周增加 0.22%至 60.62%。

库存：根据 SMM 统计，截至 2025-03-20，SMM 七地锌锭库存总量为 13.1 万吨，较上周同期减少-0.49 万吨；仓单库存较上周同期减少 141 吨至 17745 吨；LME 锌库存较上周减少 5100 吨至 154400 吨。虽然累库幅度远低于预期，库存峰值处于历史五年最低点，但去库并不顺利。

■ 策略

单边：中性。套利：中性。

■ 风险

1、海外矿山预期外扰动 2、国内消费复苏不及预期 3、流动性变化超预期。

目录

策略摘要	1
投资逻辑	1

图表

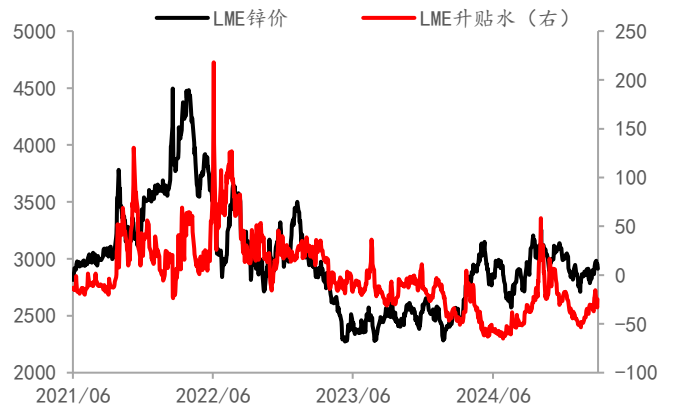
图 1: SHFE 锌升贴水 单位: 元/吨	3
图 2: LME 锌升贴水 单位: 美元/吨	3
图 3: 隔月价差 单位: 元/吨	3
图 4: 隔月价差季节性 单位: 美元/吨	3
图 5: 国产&进口矿 TC 单位: 元/金属吨、美元/干吨	3
图 6: 锌矿生产利润 单位: 元/吨	3
图 7: 连云港锌矿库存 单位: 万实物吨	4
图 8: 冶炼厂原料库存 单位: 万金属吨	4
图 9: 锌矿进口盈亏 单位: 元/吨	4
图 10: 锌锭进口盈亏 单位: 元/吨	4
图 11: 精炼锌生产利润 单位: 元/吨	4
图 12: 副产品硫酸 单位: 元/吨	4
图 13: 锌锭 7 地库存 单位: 万吨	5
图 14: LME 锌季节性库存 单位: 万吨	5
图 15: 上期所锌库存 单位: 万吨	5
图 16: 上海锌锭保税库 单位: 万吨	5
图 17: 镀锌产量 单位: 万吨	5
图 18: 压铸产量 单位: 万吨	5

图 1: SHFE 锌升贴水 | 单位: 元/吨



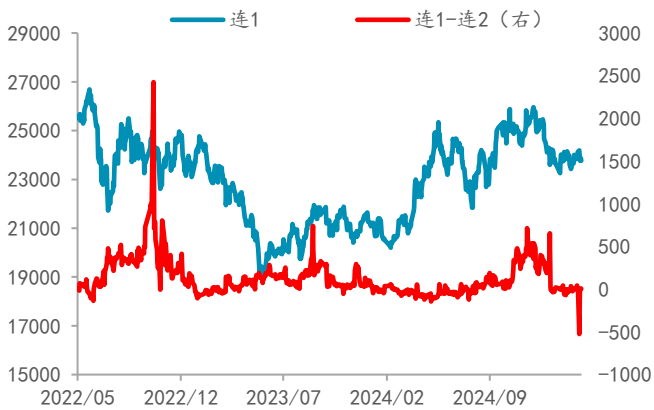
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 2: LME 锌升贴水 | 单位: 美元/吨



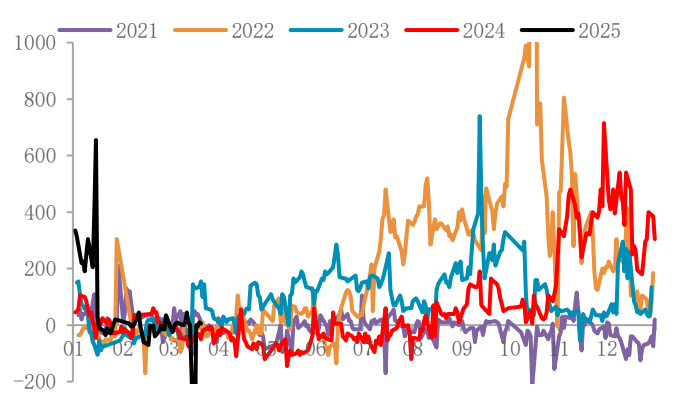
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 3: 隔月价差 | 单位: 元/吨



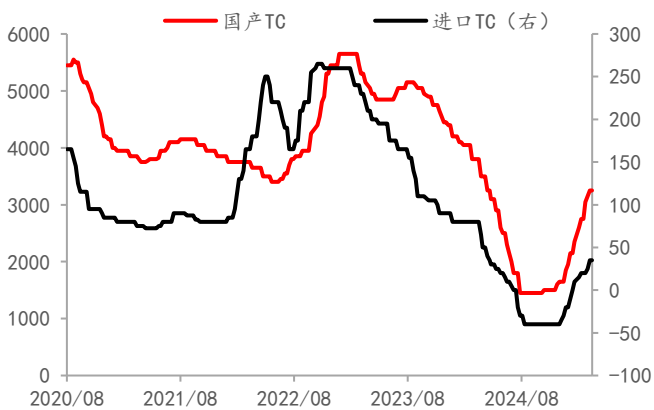
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 4: 隔月价差季节性 | 单位: 美元/吨



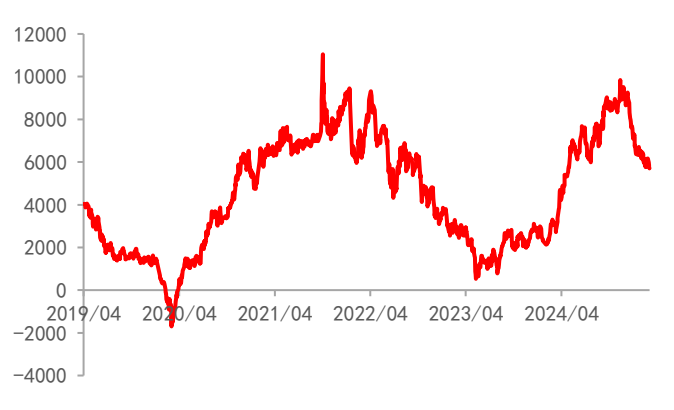
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 5: 国产&进口矿 TC | 单位: 元/金属吨、美元/干吨



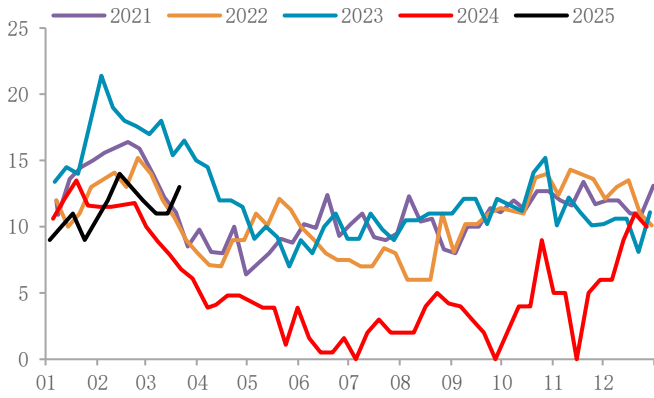
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 6: 锌矿生产利润 | 单位: 元/吨



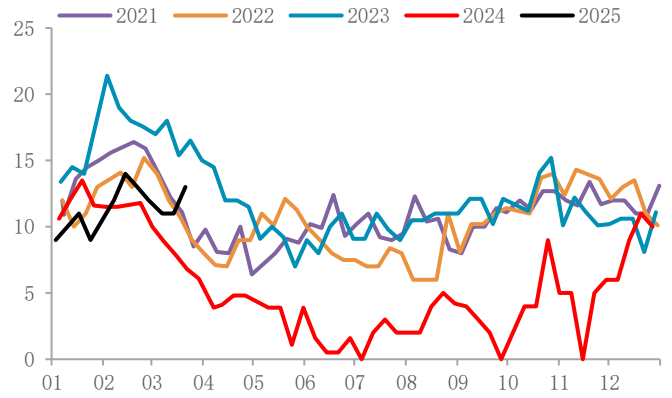
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 7: 连云港锌矿库存 | 单位: 万实物吨



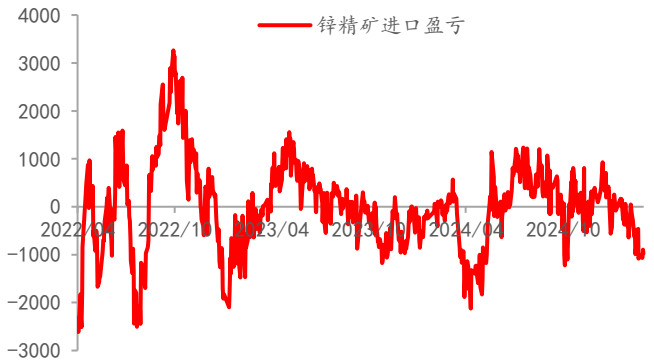
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 8: 冶炼厂原料库存 | 单位: 万金属吨



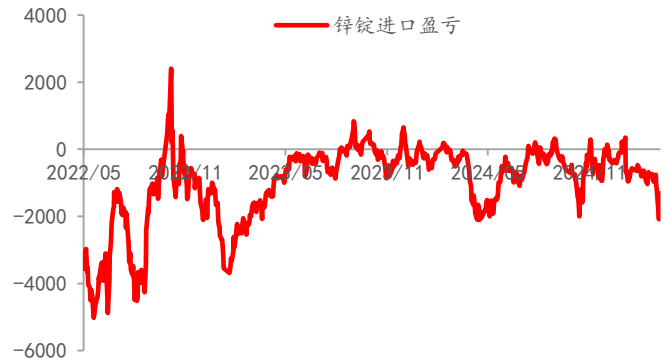
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 9: 锌矿进口盈亏 | 单位: 元/吨



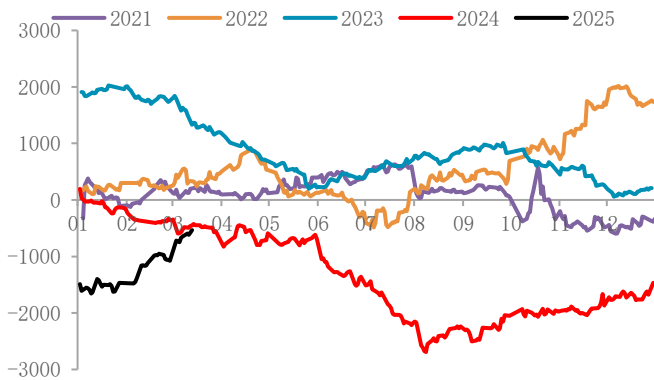
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 10: 锌锭进口盈亏 | 单位: 元/吨



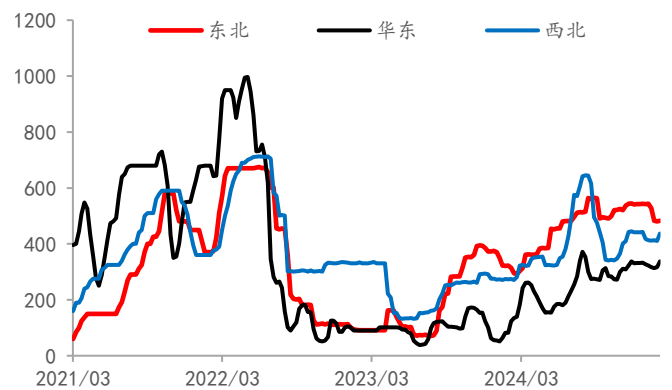
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 11: 精炼锌生产利润 | 单位: 元/吨



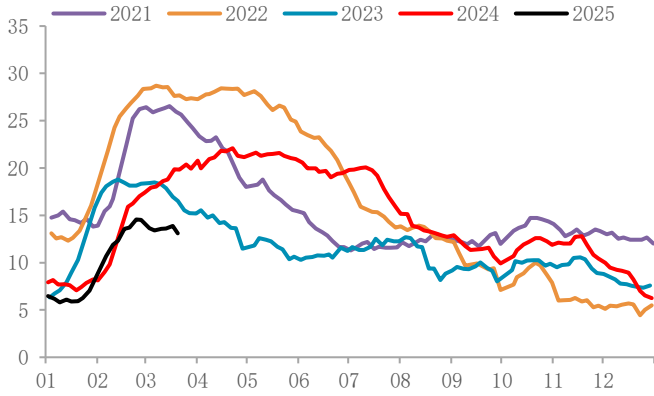
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 12: 副产品硫酸 | 单位: 元/吨



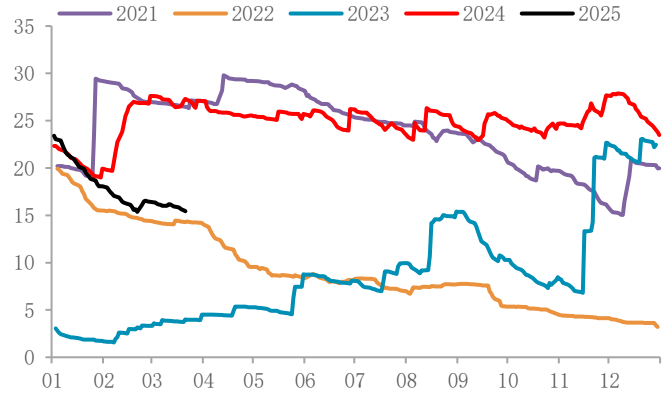
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 13: 锌锭 7 地库存 | 单位: 万吨



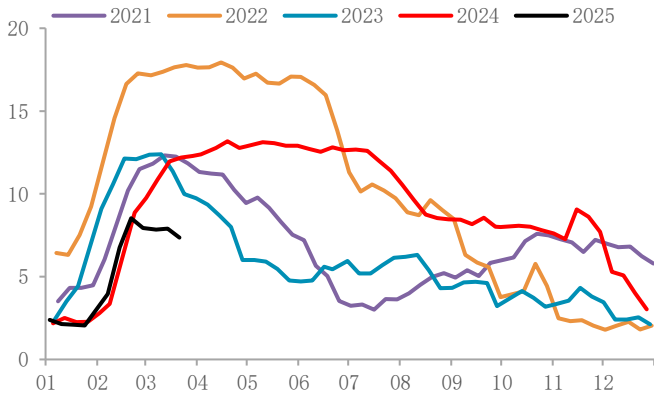
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 14: LME 锌季节性库存 | 单位: 万吨



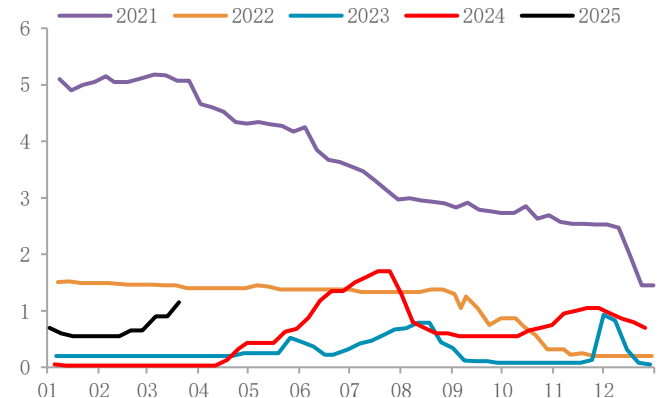
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 15: 上期所锌库存 | 单位: 万吨



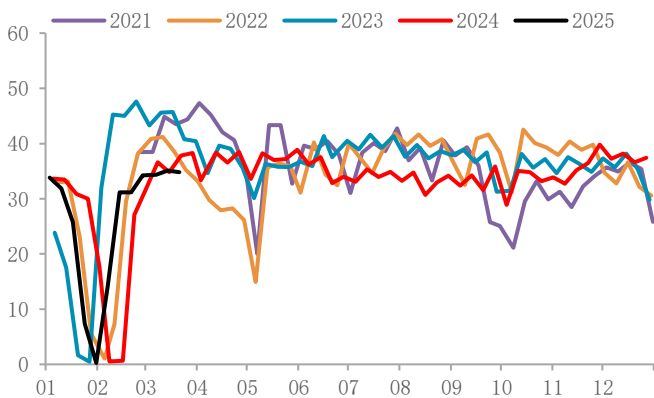
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 16: 上海锌锭保税库 | 单位: 万吨



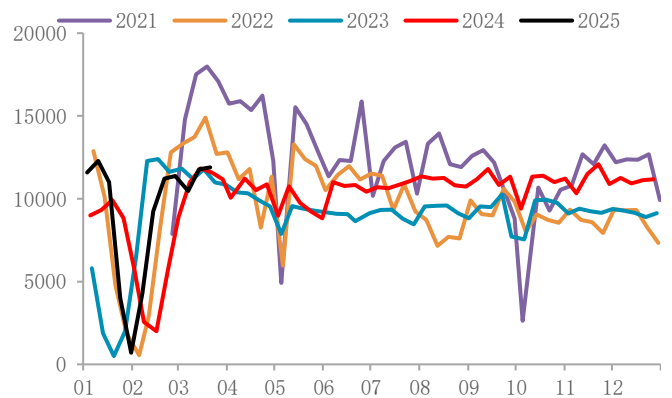
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 17: 镀锌产量 | 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 18: 压铸产量 | 单位: 吨



数据来源: SMM 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