

2023年7月3日

期货分析师：

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

杨磊

从业资格证号：F03099217

投资咨询证号：Z0018823

电话：021-68758820

邮箱：yangl@qh168.com.cn

联系人：

顾兆祥

从业资格证号：F3070142

电话：021-68758820

邮箱：guzx@qh168.com.cn

杜扬

从业资格证号：F03108550

电话：021-68758820

邮箱：duy@qh168.com.cn

基本面支撑不足，沪锌整体弱势运行

——沪锌7月月度策略报告

投资要点：

供给：供应增量确定。SMM5月精炼锌产量56.45万吨，同比增加9.56%，略超过预期值。1至5月精炼锌累计产量达到267.4万吨，同比增加7.7%。此外，进入7月，北方多数炼厂亦开始检修，预计整体精炼锌产量将进一步减产。

需求：季节性淡季下锌次级消费板块几无亮点，但央行降息防守，一年期LPR下调至3.55%，五年期LPR降至4.2%，系统性风险有效降低，远期国内消费端有望转好。

库存：海外隐形库存加速显性化，LME市场经历了多次集中交仓，锌锭库存从年初的3.2万吨增加至8.7万吨，且库存仍集中于亚洲仓库。受疫情和季节性淡季影响，国内锌锭社会库存在春节前快速增加，此后随着价格回落和供需关系改善，从3月初转向去库，到6月份社会库存存在10-11万吨区间平稳运行为主。

结论：短期之内供应稳定同时消费走弱对国内锌价的支撑有限，然远期锌锭供应增量预期减弱，同时政策提振下消费氛围有改善的可能性，故未来锌价下行空间收紧。

操作建议：单边观望，月间正套持有

风险因素：欧洲能源危机缓解下的复产，国内供应恢复速度

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 矿端	4
2.1. 矿端产量	4
2.2. 矿端进口量	5
2.3. 加工费	5
3. 精炼锌	6
3.1. 精锌产量	6
3.2. 精锌进出口：锌锭进口窗口临近打开	6
3.3. 精锌冶炼利润	6
4. 库存：国内社会库存累加	7
5. 下游开工率	8
5.1. 镀锌	8
5.2. 氧化锌	9
5.3. 压铸锌合金	9
6. 结论与建议	9

图表目录

图 1 内外盘行情	4
图 2 内外比值	4
图 3 现货升贴水	4
图 4 合约价差	4
图 5 锌矿加工费	6
图 6 锌矿进口量	6
图 7 SMM 我国精锌月度产量	7
图 8 世界精锌产量	7
图 9 我国精锌月度进出口量	7
图 10 WBMS 精锌供需平衡	7
图 11 锌交易所库存	8
图 12 锌社会库存	8
图 13 锌下游企业周度开工率（%），2022 年至今	9
图 14 精锌消费量	9

1. 行情回顾

自 2023 年春节假期以来，锌价便进入下行通道，期间接连刷新阶段新低。宏观面，近期市场美、英、欧等国仍存在加息的预期，加剧全球经济衰退的预期，市场担忧银行业风险重燃，令有色金属集体承压。

6 月，沪锌跟随有色板块反弹，主力合约从 5 月 26 日的最低点 18450 元/吨，最高反弹至 6 月 16 日的 20510 元/吨。端午节前后，国内政策预期交易略降温，叠加美联储明确重申其鹰派表态，锌价震荡走弱。国内 6 月 PMI 公布制造业 PMI 环比小幅上涨，国内宏观情绪得到一些改善，锌价盘中一度反弹至 21000 元/吨上方。

图1 内外盘行情



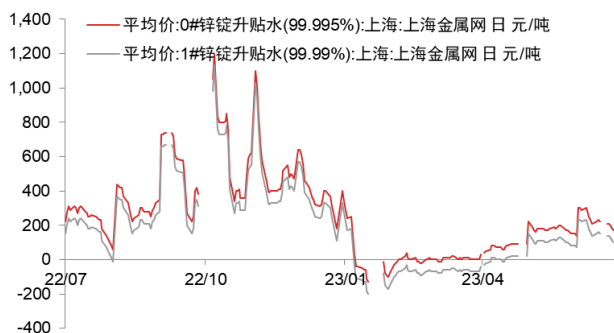
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图2 内外比值



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图3 现货升贴水



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图4 合约价差



资料来源：iFinD，东海期货研究所

2. 矿端

2.1. 矿端产量

2023 年 2 季度，国内锌矿企业利润居于高位，带动冶炼厂生产积极性，据 SMM 调研显示，2023 年 1 季度，SMM 国内锌矿产量同比增加 1%。精矿供给增加，1-4 月国内锌矿产量累计同比增 5.1%，当前价格及 TC 条件下，冶炼利润尚存，冶炼端产量预计继续释放。

2.2. 矿端进口量

2023 年 5 月进口锌精矿为 34.42 万（实物吨），环比增加 7.49%，同比增加 41.14%，累计 2023 年锌精矿进口量为 188.76 万吨（实物吨），累计同比增加 23.86%。

5 月锌精矿进口量上升原因如下：沪伦比值走高，进口窗口开启，海外锌精矿流入量增加；国内 5 月冶炼厂产量略超预期达到年内新高 56.45 万吨，冶炼厂产量高位，对进口矿的需求量增加；由于进口锌精矿加工费处在相对高位的情况下，冶炼厂对进口矿的采购倾向增加，带动进口矿增加。

进入 6 月，进口窗口延续开启，沪伦比值处于高位，冶炼厂对进口矿的青睐度增加，预计锌精矿进口量将继续增加。

2.3. 加工费

7 月份的月度加工费：

Zn50 国产 TC(月)：4900 元/金属吨，较 6 月上升 50 元/金属吨。

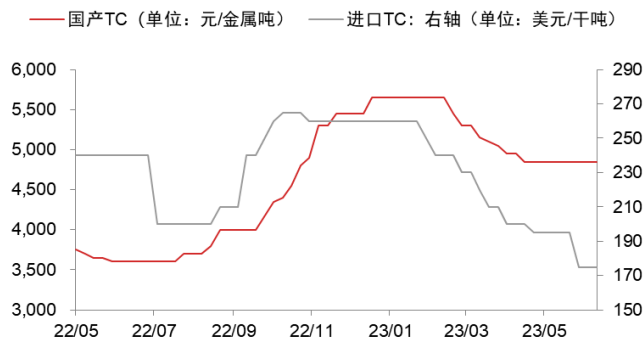
Zn50 进口 TC(月)：170 美元/干吨，较 6 月下调 25 美元/干吨。

海外方面，因欧洲炼厂的逐步复产，从加工费来看，2 月开始进口矿 TC 已顺应供需变化出现了回落，从高位 260 美元/干吨均价下降至当前的 170 美元/干吨。但国内年度锌精矿进口 TC 仍高于预期。

前期泰克资源和韩国锌业公司将 2023 年亚洲锌精矿 benchmark 价格确定为 274 美元/干吨，本次价格高于市场预期的 270 美元/干吨，相较于 2022 年 230 美元/干吨的基准价格也增长了 19%，这是自 2008 年以来的第二高水平。从中长期来看，锌矿传导至冶炼端的宽松格局并未改变。

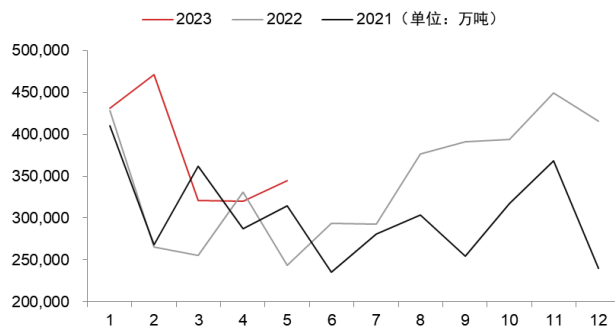
国内方面，进口窗口开启下，考虑到成本，冶炼厂更愿意采购进口矿，且虽然前期锌价下跌触及矿山成本位置，但 5 月国内矿山仍保持复工提产节奏，6 月部分矿山虽有短暂技改计划，但也是为后期提产降本做准备，整体国内矿山仍维持较高的产量，国内锌精矿供应相对充足，据此国内加工费止跌反弹，未来反弹高度要看与进口矿的价差情况。

图5 锌矿加工费



资料来源：iFind，东海期货研究所

图6 锌矿进口量



资料来源：iFind，东海期货研究所

3. 精炼锌

3.1. 精锌产量

据 SMM 最新数据显示，5 月 SMM 中国精炼锌产量为 56.45 万吨，环比增加 2.45 万吨或环比增加 4.54%，同比增加 9.56%，略超过预期值。1 至 5 月精炼锌累计产量达到 267.4 万吨，同比增加 7.7%。进入 5 月，国内锌冶炼厂生产相对稳定，国内矿产锌中大型炼厂几乎维持满负荷生产，仅陕西部分冶炼厂常规检修，另由于硫酸价格低迷，部分炼厂将检修计划提前；再生锌冶炼厂虽然生产亏损，但目前减产力度较小多数炼厂维持正常生产。

下半年锌锭过剩格局比较明确，这一方面是由于上游持续高产量，另一方面则是由于国内强复苏向弱复苏转换，需求开始走弱。

3.2. 精锌进出口：锌锭进口窗口临近打开

5 月我国进口锌锭约 1.79 万吨，环比增长 0.22 万吨/14.26%；今年 1-5 月我国累计进口锌锭约 5.29 万吨，同比略增 0.63 万吨/13.58%；近期进口锌亏损指标环比缩小至 258 元/吨，部分品质一般的锌锭已经盈利，上海、宁波地区受到进口锌锭冲击较为明显。随着海外锌锭过剩量逐渐体现，我国锌锭进口窗口临近打开，或有更多进口锌锭流入我国境内，一定程度上抵消本月国内炼厂常规检修的影响、放大国内供应偏强的压力；6 月进口锌数量环比或有明显增长。

5 月我国出口锌锭约 0.03 万吨，环比减少 0.06 万吨/69.95%；今年 1-5 月我国累计出口锌锭约 0.35 万吨，同比减少 5 万吨/93.45%；后续出口量大概率延续低位。

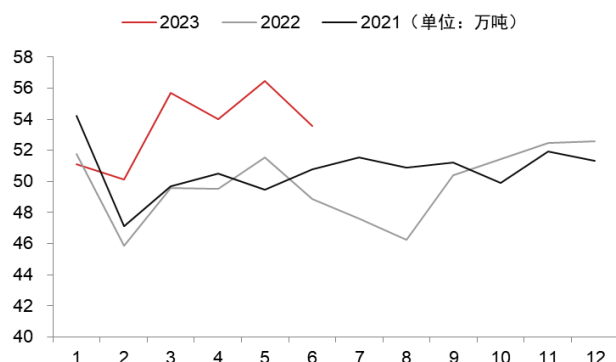
3.3. 精锌冶炼利润

国内锌冶炼生产利润高位不断回落，截至 6 月初利润降至 200 元/吨左右的偏低水平。尽管利润下降，但进口精矿进口窗口持续开启，进口矿经济性提升，并在一定程度上保证了国内精炼锌生产。

从炼厂角度来看，目前国内精炼锌企业生产依旧相对稳定，但不排除部分企业提前进行检修的可能性。若是锌价继续下跌，可能会触发矿山、冶炼厂保值惜售情绪。当前的冶炼厂利润较低，很多企业已经出现原料与产品价格倒挂的状态。

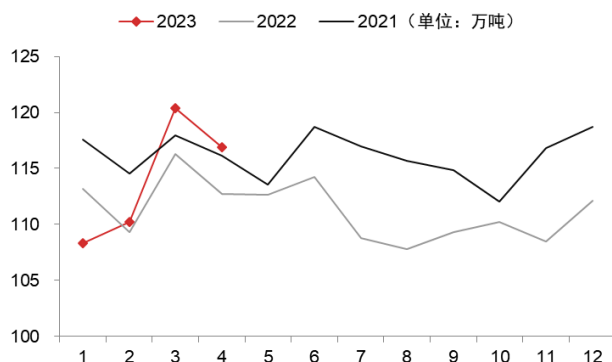
副产品硫酸价格可能成为影响未来冶炼生产的重要因素。当前硫酸价格跌至多年低位附近，由于三季度中期前冶炼检修活动较多，硫酸供应过剩压力可能阶段缓解，但往后随着生产回升，硫酸过剩压力将加大，到时冶炼厂生产可能受到硫酸胀库的影响。

图7 SMM 我国精锌月度产量



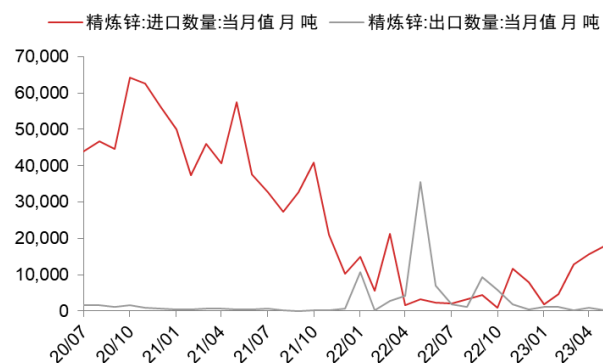
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图8 世界精锌产量



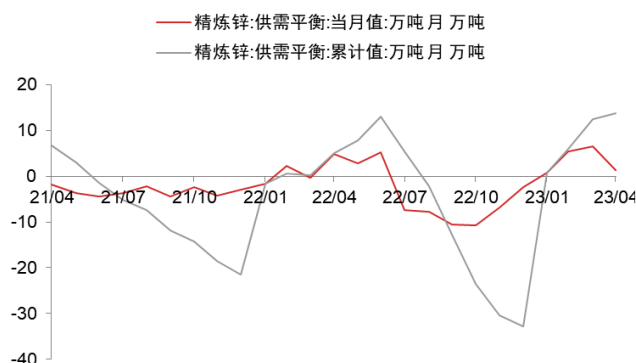
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图9 我国精锌月度进出口量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图10 WBMS 精锌供需平衡



资料来源：iFinD，东海期货研究所

4. 库存：国内社会库存累加

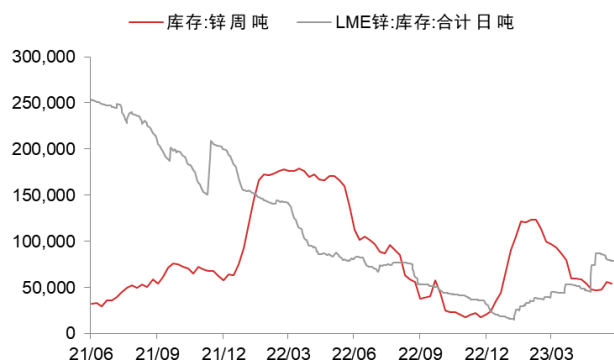
截至 2023 年 6 月 30 日，LME 精炼锌库存为 8.08 万吨，较 2023 年 6 月 1 日减少 0.67 万吨，降幅 7.6%；

截至 2023 年 6 月 30 日，上期所精炼锌库存为 5.94 万吨，较 2023 年 6 月 2 日增加 1.24 万吨，增幅 26.4%；

截至 2023 年 6 月 30 日，国内精炼锌社会库存为 11.23 万吨，较 2023 年 6 月 2 日增加 0.94 万吨，增幅 9.1%。

海外隐形库存加速显性化，LME 市场经历了多次集中交仓，锌锭库存从年初的 3.2 万吨增加至 8.7 万吨，且库存仍集中于亚洲仓库。受疫情和季节性淡季影响，国内锌锭社会库存在春节前快速增加，此后随着价格回落和供需关系改善，从 3 月初转向去库，到 6 月份社会库存在 10-11 万吨区间平稳运行为主。

图11 锌交易所库存



资料来源：iFind，东海期货研究所

图12 锌社会库存



资料来源：SMM，东海期货研究所

5. 下游开工率

国内锌消费表现不容乐观。据 SMM 了解，压铸企业和氧化锌企业开工率表现一般，而镀锌作为锌消费的大头，近期受黑色价格持续走低拖累，整体开工表现也并不出色，企业订单一般，成品库存持续累积。

5.1. 镀锌

截至 2023 年 5 月份，我国房屋新开工面积 39723 万平方米，下降 22.6%；房屋竣工面积 27826 万平方米，增长 19.6%；商品房销售面积 46440 万平方米，同比下降 0.9%。房地产作为拉动经济高增长的火车头，一是行业体量大，对经济贡献值高；二是因为其产业链条长、关联行业多，房地产消费和投资带动了一大批上下游产业链的发展，其中就包括了锌的下游消费镀锌板块。

第二季度的镀锌开工在 60% 左右，主要是因为从第二季度开始，部分企业年前截留的订单已陆续生产完，且镀锌管的贸易商因黑色价格走势波动较大，整体采买较少，销售不畅下镀锌企业的成品库存增加，倒逼镀锌开工逐步下行。虽然进入 6 月份钢材的价格略有反弹，但因目前房地产、基建项目等尚未回暖，贸易商对黑色的后续价格走势持看跌态度，并未过多备库，镀锌管销售未有很大起色，开工维持震荡；镀锌结构件方面 5 月下旬的时候部分省份年后中标的铁塔项目陆续落地，带动当地镀锌企业开工，但其它锌下游消费板块因进入到

行业淡季，企业新增订单数量有限，整体开工改善不大。

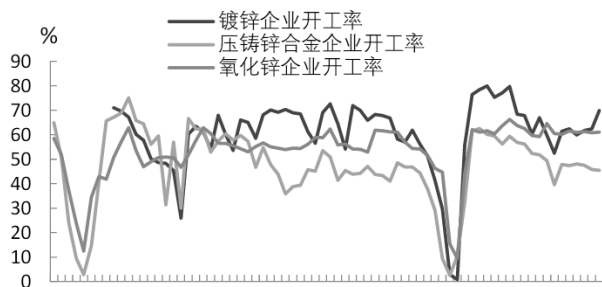
5.2. 氧化锌

氧化锌最新开工率为 64.8%。原料方面：企业基本维持刚需采购供给原料流转，原料库存微降；订单方面，各板块订单表现相对平稳，但受企业之间市场竞争影响，企业间订单表现相对分化，氧化锌成品售价难以上行，同时市场仍需关注轮胎相关订单减弱带来的影响；整体来看，氧化锌企业订单增速有限，但企业基本维持正常生产状态，开工率相对维持。

5.3. 压铸锌合金

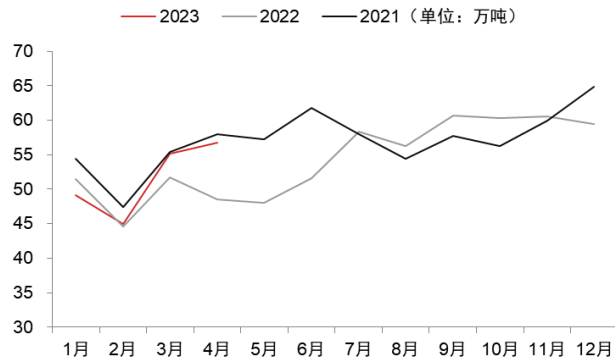
压铸锌合金最新开工录得 47.27%。原料库存方面，锌价企稳，合金企业多维持刚需采购，原料库存维持。开工率方面，端午节后复工带动整体开工提升。但值得注意的是，目前政策对终端消费的提振并不明显，门锁、窗框等房地产相关板块订单延续疲软，对锌合金的采购频率缓慢；同时汽车配件、小五金等订单表现平平，短期压铸锌合金开工较难出现显著提升。预计开工率或维持低位。

图13 锌下游企业周度开工率（%），2022 年至今



资料来源：SMM，东海期货研究所

图14 精锌消费量



资料来源：iFind，东海期货研究所

6. 结论与建议

当前国内外锌矿加工费保持平稳，国内炼厂生产尚有利润，故多数炼厂依然保持较高的生产水平，国内精炼锌供应保持平稳。消费需求仍旧呈现疲软状态，房地产新开工施工面积持续负增长，基建项目落地缓慢，终端对锌价支撑有限，锌价或重回低位态势。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn