

2023年9月1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**供需压力下，限制锌价反弹空间**

——沪锌9月月度策略报告

投资要点：

宏观：欧美经济数据喜忧参半，鲍威尔在全球央行会议上讲话中性偏鹰，美元走势维持较为坚挺，对风险资产压力仍存。国内看，政策端维持偏积极性，地产“认房不认贷”加速、印花税率下调及化债方案的加快推进，市场情绪转好。

供给：国内精炼锌产量维持同比高位，比价上行后精炼锌进口窗口开启，进口流入下，供应仍趋松。7月国内精炼锌产量仍在55万吨以上、叠加炼厂利润回升导致冶炼环比回落程度不及预期，季节性外的检修较少，冶炼实际收缩程度有限。

需求：国内弱复苏延续，内需不足较为突出，汽车、家电均保持一定增速，地产拖累较多，7月基建增速亦有一定的回落，考虑到上半年专项债发行速度偏慢，下半年基建预计也难有太大的边际增量。

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14.9万吨。国内，北方炼厂已复产，且铁路运输逐步恢复，叠加锌锭进口窗口开启，进口货源流入增加，预计库存将累增。

结论：宏观美元仍有压制，但国内氛围好转提供支撑，海外交仓压力暂缓，国内下游备货及跨区转运下，库存延续大幅下滑，且降至较低水平，为锌价反弹提供动力。随着锌价上涨，现货成交转弱且进口货源流入冲击，供需压力下或限制锌价反弹空间。

月差：国内低库存下，可关注10-11正套。

操作建议：多单持有，21500元/吨择机离场

风险因素：宏观情绪转换，精锌进口冲击

正文目录

1. 行情回顾	3
2. 矿端	3
2.1. 矿端进口量：锌精矿进口量或将小幅走弱	3
2.2. 加工费：内外加工费劈叉	4
3. 精炼锌	4
3.1. 精锌产量：利润驱动下略超预期	4
3.2. 精锌进出口：进口窗口间歇性开启	5
3.3. 精锌冶炼利润：持续回升中	5
4. 库存：锌价走高，去库节奏将逐步放缓	6
5. 下游开工率：季节性淡季下下游订单表现持续清淡	7
5.1. 镀锌	7
5.2. 氧化锌	7
5.3. 压铸锌合金	7
6. 结论与建议	8

图表目录

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

1. 行情回顾

进入 8 月，海外 11 月加息预期增强，而国内针对房地产、IPO、地方债危机等一系列政策出击，市场情绪上涨，支撑锌价上修，回归到基本面上伦锌 LME 交仓虽告一段落，但库存量已经上涨至 15 万吨左右的高位，且欧洲现货升水下降至 200 美元/吨左右，表明海外消费依然较弱，不排除有进一步交仓的可能。

国内方面，北方冶炼厂紫金和兴安铜锌逐步恢复生产，赤峰中色进入检修，铁路运输逐步恢复，叠加跨区域流转逐步到货，北方供应或有缓解，升水高位回落。

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. 矿端进口量：锌精矿进口量或将小幅走弱

根据海关数据显示，2023 年 7 月进口锌精矿为 39.39 万（实物吨），环比增加 0.85%，同比增加 34.65%，累计 2023 年锌精矿进口量为 267.2 万吨（实物吨），累计同比增加 26.65%。

7月锌精矿进口量维持39万吨以上的高位原因如下：一、内强外弱延续，锌精矿进口窗口延续开启，海外锌精矿持续流入。二、7、8月国内冶炼厂产量虽有下降，但均在55万吨以上的高位，对锌精矿的需求量较大。三、虽然7-8月国内锌精矿加工费有所上涨，但相较海外矿来说价格依然偏高，且月内进口矿基本为前期已锁比价货物，国内冶炼厂多青睐进口矿。进入8月，虽然下半月进口窗口关闭，但前期冶炼厂高价货物较多，预计锌精矿进口量延续高位。

2.2. 加工费：内外加工费劈叉

9月份的月度加工费：

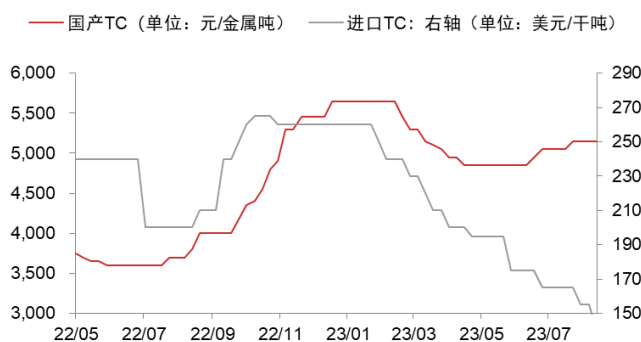
Zn50 国产 TC(月)：5100 元/金属吨，较7月持平。

Zn50 进口 TC(月)：135 美元/干吨，较8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160美元/干吨。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。

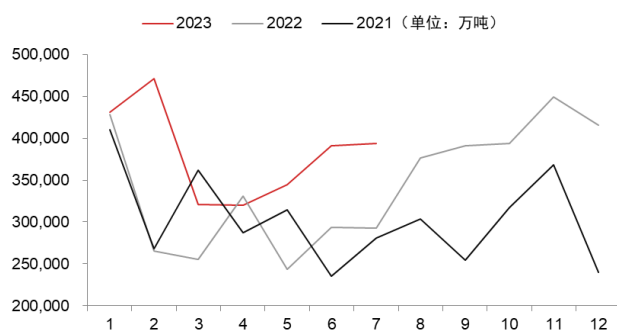
国内方面，进口窗口开启下，考虑到成本，冶炼厂更愿意采购进口矿，且虽然前期锌价下跌触及矿山成本位置，但整体国内矿山仍维持较高的产量，国内锌精矿供应相对充足，据此国内加工费止跌反弹，未来反弹高度要看与进口矿的价差情况。

图5 锌矿加工费



资料来源：SMM，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：利润驱动下略超预期

2023年7月SMM中国精炼锌产量为55.11万吨,环比下降0.14万吨或环比下降0.26%,同比增加15.79%,略超预期值。1至7月精炼锌累计产量达到377.7万吨,同比增加9.59%。

进入7月,国内冶炼厂减量主要集中在内蒙古、陕西、甘肃和新疆等地,整体影响量略低于预期,主要是一方面冶炼厂基本按计划检修,除新疆外没有超预期检修停产的情况;另一方面,国内锌精矿供应相对充裕,基本无因矿不足影响生产的情况;此外7月锌价小幅回升,冶炼厂利润增加,部分冶炼厂检修后提产速度较快贡献一部分增量。

SMM预计2023年8月国内精炼锌产量环比增加0.16万吨至55.27万吨,同比增加19.43%;1至8月累计产量达到433万吨,累计同比增加10.75%;进入8月产量略超预期,主要是除了常规计划检修外,增加了四川大运会影响生产的减量,但是另有部分冶炼厂提前结束检修和延迟检修计划,造成整体产量环比略增。

3.2. 精锌进出口：进口窗口间歇性开启

2023年7月精炼锌进口7.68万吨,环比增长3.15万吨,环比增长69.42%,同比增长3774.19%,1~7月累计进口17.51万吨,累计同比上涨243.36%,1~7月合计精炼锌出口6.23万吨,即2023年7月净进口7.64万吨。7月精炼锌进口量大幅增加,主要是7月精炼锌进口窗口延续开启,贸易商积极布局,且海外整体消费较弱,亦增加了海外精炼锌的流入速度。精炼锌进口窗口间歇性开启,考虑到船期,预计8月精炼锌进口量将下降至3-4万吨左右。

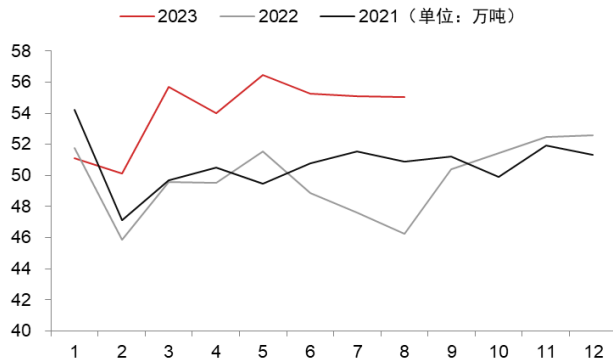
3.3. 精锌冶炼利润：持续回升中

国内锌冶炼生产利润最近三个月持续回升,国内锌冶炼盈利最新为1005元/吨(包括副产品),硫酸价格小幅上行带动利润微升,大势来看,冶炼端利润仍将向上运行。

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。

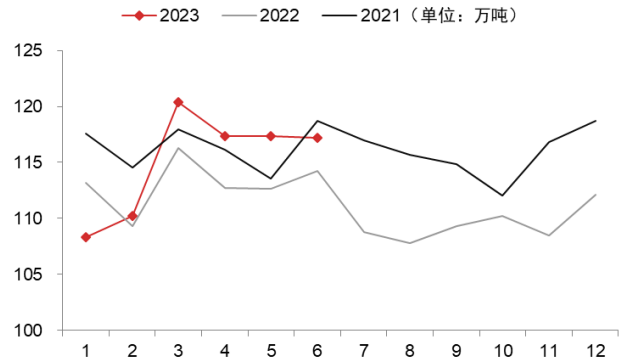
副产品硫酸价格可能成为影响未来冶炼生产的重要因素。当前硫酸价格跌至多年低位附近,由于三季度中期前冶炼检修活动较多,硫酸供应过剩压力可能阶段缓解,但往后随着生产回升,硫酸过剩压力将加大,到时冶炼厂生产可能受到硫酸胀库的影响。

图7 SMM 我国精锌月度产量



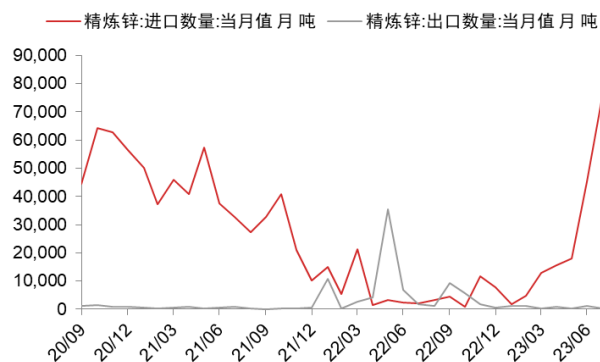
资料来源：iFind，东海期货研究所

图8 世界精锌产量



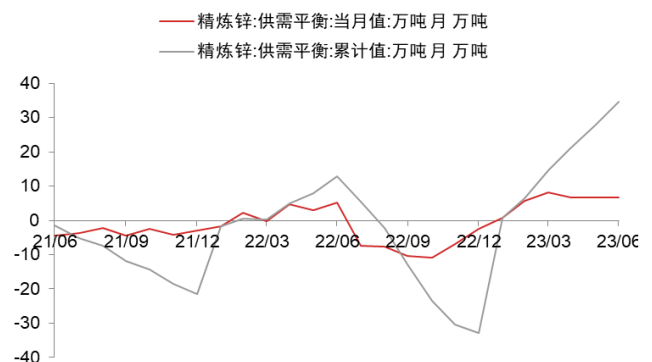
资料来源：iFind，东海期货研究所

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：锌价走高，去库节奏将逐步放缓

截至 2023 年 8 月 29 日,LME 精炼锌库存为 14.9 万吨,较 2023 年 7 月 31 日增加 4.94 万吨,增幅 49.6%;

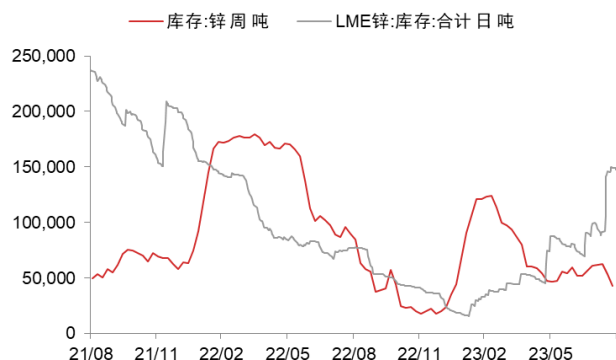
截至 2023 年 8 月 25 日,上期所精炼锌库存为 4.3 万吨,较 2023 年 7 月 28 日下降 1.83 万吨,降幅 29.8%;

截至 2023 年 8 月 28 日,国内精炼锌社会库存为 8.84 万吨,较 2023 年 7 月 31 日下降 3.41 万吨,降幅 27.8%。

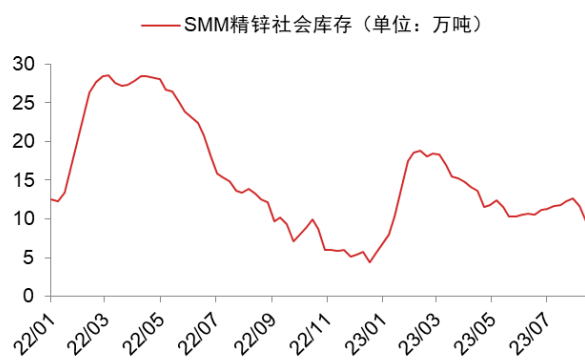
海外隐形库存加速显性化, LME 市场经历了多次集中交仓, 锌锭库存从年初的 3.2 万吨增加至 14.9 万吨, 且库存仍集中于亚洲仓库。社会库存持续下降。一方面, 前期锌价下跌, 下游点价后陆续提货, 另一方面, 华北地区升水较高, 上海及广东地区货源跨期转移, 在途货物较多。后期看, 北方炼厂已复产, 且铁路运输逐步恢复, 叠加锌锭进口窗口开启, 进口货源流入增加, 预计库存将累增。

图11 锌交易所库存

图12 锌社会库存



资料来源: iFind, 东海期货研究所



资料来源: SMM, 东海期货研究所

5. 下游开工率：季节性淡季下下游订单表现持续清淡

镀锌大厂整体开工在 8 成左右，订单以保交楼订单和部分改建项目为主，目前开工率基本可以维持到年底，中小型企业开工偏弱，集中表现为整体利润空间较差，成品库存低位，抗风险性增强。

5.1. 镀锌

最新镀锌开工率环至 64.83%。原料库存方面，企业锌价低位时购买的锌锭陆续到厂，原料库存微增。镀锌管方面，宏观利好消息带动黑色价格有所好转，以及运输有所缓解，企业销售稍有增强，成品库在微降，但整体市场环境未见明显改善，镀锌管企业开工维持平稳运行。镀锌结构件方面，铁塔、光伏支架维持较强开工，其余板块未见明显改善，零单散单依旧较弱。即将进入金九银十黄金期，镀锌开工预计有所增长。

5.2. 氧化锌

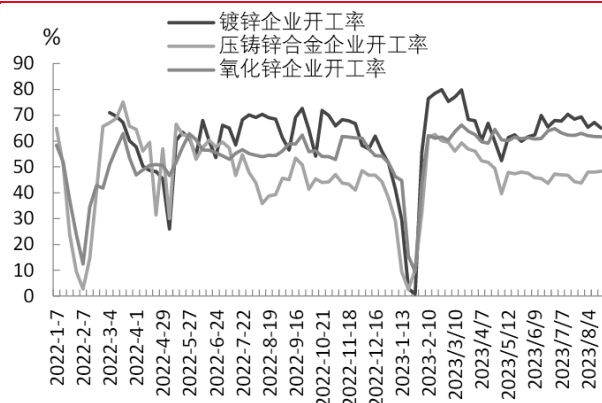
氧化锌最新开工率为 62.5%。原料方面：锌价上行，叠加锌渣系数有所上抬，氧化锌企业原材料采购谨慎且原料短缺带来购买困难，原料库存下滑；订单方面，情况基本表现良好，目前轮胎开工仍能对订单提供支撑，大厂订单排单相对较满，但成品售价与原材料价格之间价差收窄，整体氧化锌利润情况表现不佳，开工方面基本维持稳定。

5.3. 压铸锌合金

压铸锌合金开工最新录得 47.21%。原料库存方面，因前周锌价微挫，下游企业积极备库，原料库存较充足，以消化库存为主，原料库存窄幅下降。开工率方面，大型厂家开工稳

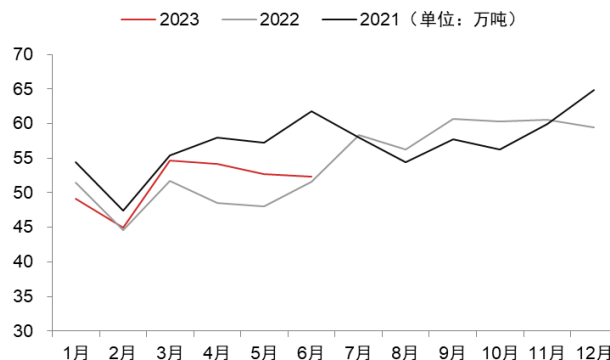
定，生产变化较小，但中小型厂家订单延续性较差。锌价上张，终端厂家对合金的采购减少，企业新订单数量下滑。

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

宏观美元仍有压制，但国内氛围好转提供支撑，海外交仓压力暂缓，国内下游备货及跨区转运下，国内库存延续大幅下滑，且降至较低水平，为锌价反弹提供动力。随着锌价上涨，现货成交转弱且进口货源流入冲击，供需压力下或限制锌价反弹空间。

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