

2023年11月2日

需求韧性仍存，带动锌价企稳反弹

——沪锌11月月度策略报告

东海策略

有色金属

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**投资要点：**

宏观：内强外弱，美国经济数据爆表且通胀放缓，欧元区经济延续疲态，叠加地缘冲突下的避险需求，支撑美元高位波动，利空锌价。但是国内增发万亿国债，增加了市场对四季度及明年经济增长的信心，风险偏好有所回暖。

供给：随着TC及锌价回落，炼厂利润被压缩，但尚未有因利润减产的计划，叠加年底河池南方新增投产，预计供应维持高位。不过，近期云南地区考虑枯水期及用电需求，对当期部分电解铝企业减产，云南地区锌冶炼厂产能占比也较大，届时供应压力有望减弱

需求：消费上国内经济数据表现较有韧性，而作为锌主要消费领域的地产除了竣工数据尚可外，其他数据表现依然较弱，基建数据亦无较大的边际增量，汽车、家电数据表现尚可，整体消费表现弱复苏，进而拖累镀锌开工。

结论：精锌矿加工费不断下调，矿石供应逐步偏紧，即便是在10月精炼锌高产和进口的补充下，库存仍然维持去化，当前需求韧性大，年底前的小旺季仍存，带动锌价企稳反弹。

价差：10月份现货市场货源较为宽松，进口货源流入，现货升水逐渐回落，且市场未有挤仓预期，月差同样大幅回落；月底社会库存小幅去化，正套头寸刺激月差企稳反弹。

操作建议：21000元/吨多单入场

风险因素：供给超预期，精锌进口冲击

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 矿端	4
2.1. 矿端进口量：进口窗口持续开启，预计进口量仍在高位	4
2.2. 加工费：加工费下调预期延续	5
3. 精炼锌	6
3.1. 精锌产量：整体产量依然维持高位	6
3.2. 精锌进出口：10月精炼锌进口窗口开启	6
3.3. 精锌冶炼利润：维持高位	6
4. 库存：锌价走高，去库节奏将逐步放缓	7
5. 下游开工率：假期锌下游各版块开工情况有所下滑	8
5.1. 镀锌	8
5.2. 氧化锌	8
5.3. 压铸锌合金	8
6. 结论与建议	9

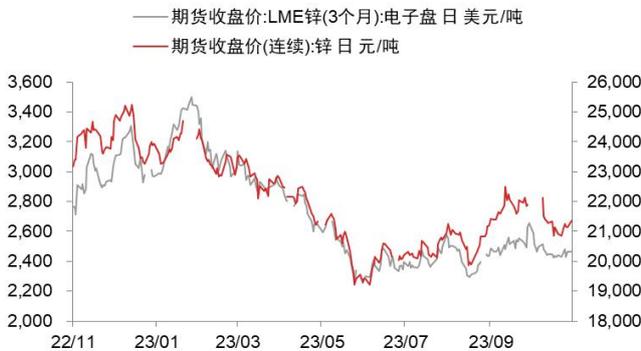
图表目录

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	5
图 6 锌矿进口量	5
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

10月海外地缘政治风波不断，同时海外消费不佳下，欧洲现货升水持续下行，海外表现偏弱；国内北方地区锌精矿即将进入季节性淡季，同时进口矿产量不及预期，矿端偏紧延续，而冶炼端短期过剩局面较难扭转，且现货端基于进口补充和冶炼厂生产正常加持，前期因缺货利差导致的红利早已消失，整体升水弱势运行，特别是天津和广东地区；消费上国内经济数据表现较有韧性，而作为锌主要消费领域的地产除了竣工数据尚可外，其他数据表现依然较弱，基建数据亦无较大的边际增量，汽车、家电数据表现尚可，整体消费表现弱复苏，进而拖累镀锌开工，但社会库存增量有限，空头资金相对谨慎，锌价维持区间震荡，整体来看内强外弱可维持。

图1 内外盘行情



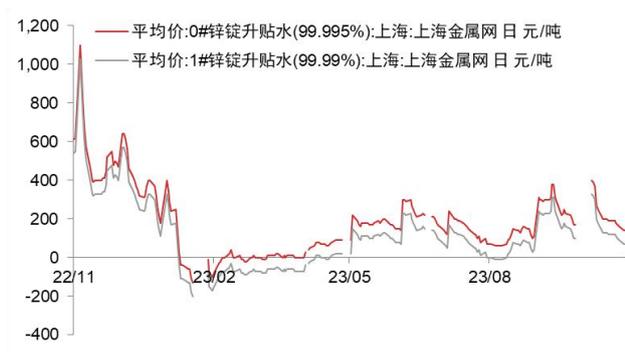
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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：进口窗口持续开启，预计进口量仍在高位

跟据最新海关数据显示，2023年9月进口锌精矿为43.2万（实物吨），环比0.92%，同比增加10.61%，累计2023年锌精矿进口量为353.2万吨（实物吨），累计同比增加22.78%。

9月锌精矿进口量维持高位的原因如下：澳大利亚地区锌精矿进口量回归高位，贡献较大的增量；沪伦比值走高，进口窗口开启，给进口矿流入机会；国内冬储预期且四季度北方冶炼厂进入季节性淡季，对进口矿的需求增加，且9、10月冶炼厂产量继续增加，10月预计产量达到59万吨以上，对锌精矿的需求量较大；进口加工费相较于国产加工费仍有优势，冶炼厂对进口矿较为青睐，带动进口矿增加。

进入10月，虽然进口窗口延续开启，但年内长单已趋近尾声，同时进口加工费下行明显，进口矿优势已不明显，预计进口量或小幅下行。

2.2. 加工费：加工费下调预期延续

11月份的月度加工费：

Zn50 国产 TC(月)：4800 元/金属吨，较 10 月下降 150 元/金属吨。

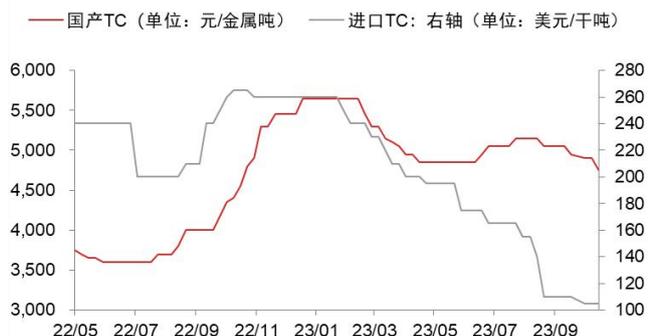
Zn50 进口 TC(月)：100 美元/干吨，较 10 月下调 10 美元/干吨。

海外方面，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100美元/干吨。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。

国内冶炼厂除检修外全年不停产，11月产量仍维持高位，而年底南方冶炼厂也存在产能增加预期，四季度冶炼厂产量预计提升。同时尽管加工费持续下调，但现今加工费下冶炼厂仍存在利润空间，在原料库存压力下为维持正常生产，冶炼厂积极冬储，加工费议价能力下降，加工费下调预期延续。

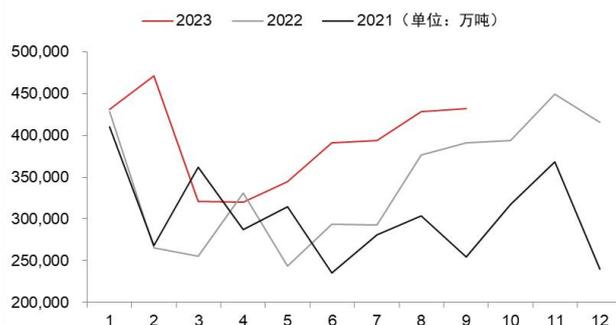
国内远期矿端预期偏紧，且价格对比下国内炼厂对进口矿接受度低，叠加国内炼厂产量预期提升需求增加，国内锌精矿加工费仍有下调空间。

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：整体产量依然维持高位

2023年9月SMM中国精炼锌产量为54.4万吨,环比上涨1.74万吨或环比上涨3.31%,同比增加7.94%,低于之前的预计值。1至9月精炼锌累计产量达到484.8万吨,同比增加9.84%。其中9月国内锌合金产量为8.82万吨,环比增加0.2万吨。

进入9月,国内冶炼厂产量不及预期主要是内蒙古、甘肃等地冶炼厂检修时间延长,另外四川、湖南地区复产节奏有所延缓,造成整体产量大幅低于预计值;同时内蒙、湖南和云南等地冶炼厂检修恢复贡献主要增量。

SMM预计2023年10月国内精炼锌产量环比增加5.03万吨至59.42万吨,同比增加15.59%;1至10月累计产量达到544.2万吨,累计同比增加10.44%;进入10月产量大幅增加,主因整体市场扰动较少,除了湖南地区少量企业检修停产外,其他地区冶炼厂基本维持正常生产,产量增加明显。另外11月除了云南地区部分冶炼厂检修外,基本维持正常生产,预计整体产量依然维持高位。

3.2. 精锌进出口：10月精炼锌进口窗口开启

根据最新的海关数据显示,2023年9月精炼锌进口5.31万吨,环比增加2.38万吨,环比增加81.52%,同比增长1083.99%,1~9月累计进口25.74万吨,累计同比上涨339.13%,1~9月合计精炼锌出口0.53万吨,即2023年9月净进口5.29万吨。

9月锌锭国内进口整体增加,其中澳大利亚、韩国、秘鲁和墨西哥增量比较明显,主要是9月内强外弱延续,精炼锌进口窗口开启,除了常规进口长单品牌外,零单进口量亦有增加。

预计10月精炼锌进口窗口开启,同时市场上除了常规长单进口品牌外,印度、西班牙锌锭亦有增量,预计进口量在3-4万吨左右。

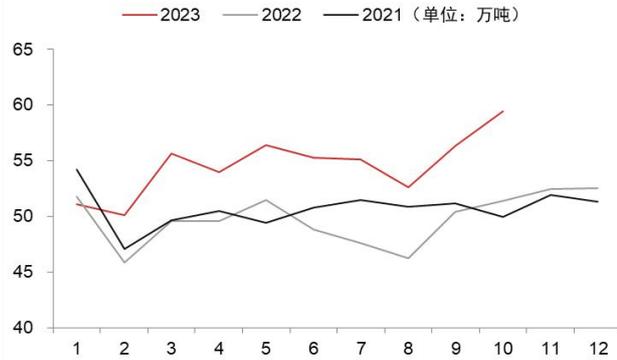
3.3. 精锌冶炼利润：维持高位

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。

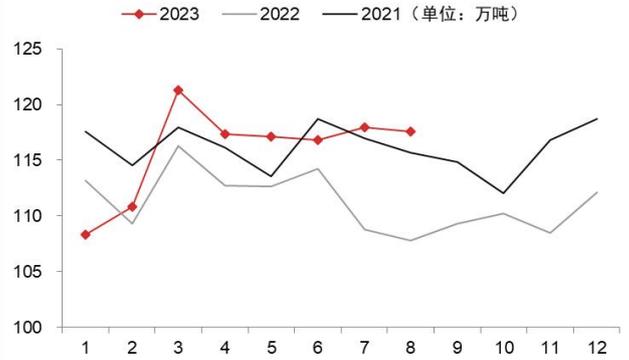
副产品硫酸价格可能成为影响未来冶炼生产的重要因素。当前硫酸价格跌至多年低位附近，由于三季度中期前冶炼检修活动较多，硫酸供应过剩压力可能阶段缓解，但往后随着生产回升，硫酸过剩压力将加大，到时冶炼厂生产可能受到硫酸胀库的影响。

图7 SMM 我国精锌月度产量



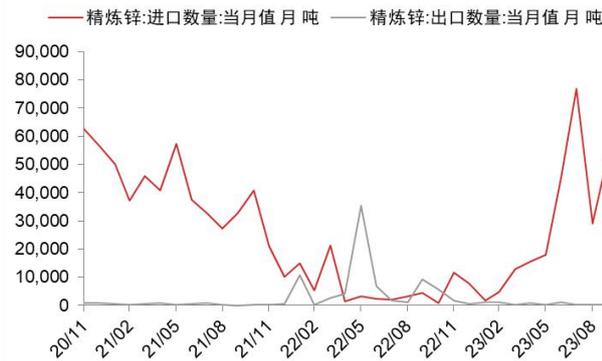
资料来源：iFind，东海期货研究所

图8 世界精锌产量



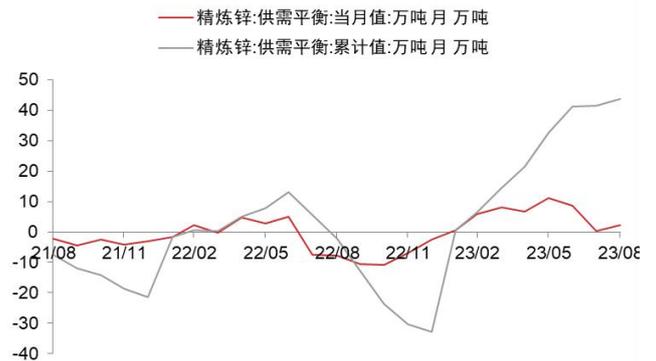
资料来源：iFind，东海期货研究所

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 10 月 30 日，LME 精炼锌库存为 8.16 万吨，较 2023 年 9 月 29 日下降 2.14 万吨，降幅 20%；

截至 2023 年 10 月 27 日，上期所精炼锌库存为 3.18 万吨，较 2023 年 9 月 29 日下降 253 吨，降幅 0.7%；

截至 2023 年 10 月 30 日，国内精炼锌社会库存为 9.9 万吨，较 2023 年 9 月 29 日上升 1.87 万吨，增幅 23.3%。

整体库存下降。其中上海市场库存下降主要是国产到货偏少，同时周初锌价下跌带动一部分补库需求；广东市场与上海溢价贴水高位，地区价差吸引跨区货物流转，仓库到货较少，

下游逢低补库，库存下降明显；天津市场由于国产和进口锌锭均有，同时北方环保限制，库存增加。

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：假期锌下游各版块开工情况有所下滑

5.1. 镀锌

最新氧化锌开工率为 62.1%。原料方面：企业刚需采买，叠加北方环保问题延续，锌渣供应偏紧，挺价情绪较浓，锌渣系数较前期上行近 2 个点，原料库存下滑明显；订单方面，近期半钢胎开工维持高位，但全钢胎开工略有不佳，订单小幅回落，脱硫剂板块走弱明显，饲料板块前期见顶后回落，整体表现相对不佳，而部分企业客户群体相对稳定支撑订单平稳；开工方面，虽然北方环保问题再现，但氧化锌生产几无影响，更多影响表现在运输方面，企业基本重回稳定生产状态，开工重回国庆节前水平。

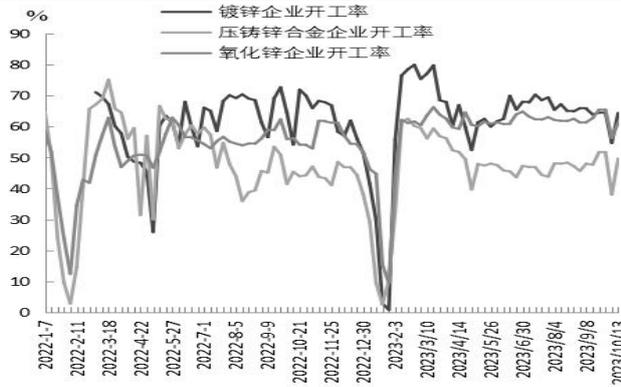
5.2. 氧化锌

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买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

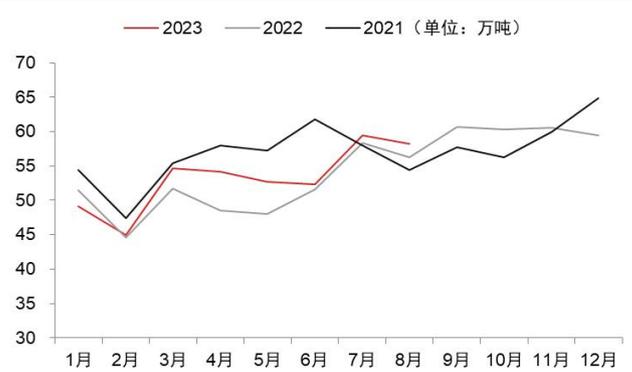
最新压铸锌合金开工录得 50.50%。原料库存方面，锌价微挫，企业有逢低补库的情况，原料库存窄幅提升。订单方面，五金卫浴等常规终端企业仍无明显消费变化，但汽车配件领域略有好转，但由于相关终端覆盖合金企业较少，仅部分中小型合金企业开工得到提振。成品库存方面，周内开工窄幅提升但订单一般，企业成品库存略有增长。

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

宏观面，内强外弱，美国经济数据爆表且通胀放缓，欧元区经济延续疲态，叠加地缘冲突下的避险需求，支撑美元高位波动，利空锌价。但是国内增发万亿国债，增加了市场对四季度及明年经济增长的信心，风险偏好有所回暖。

基本面，近期精炼锌进口窗口逐步关闭，进口货源冲击减弱。随着 TC 及锌价回落，炼厂利润被压缩，但尚未有因利润减产的计划，预计供应维持高位。不过，近期云南地区考虑枯水期及用电需求，对当期部分电解铝企业减产，云南地区锌冶炼厂产能占比也较大，关注后期限电是否波及锌炼厂，届时供应压力有望减弱。下游部分补库带动库存去化，消费韧性给予锌价支撑。但高供应压力下又限制锌价上涨空间，预计锌价短期震荡企稳。

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