

2024年1月2日

供需双弱，基本面暂难支撑进一步反弹

——沪锌1月月度投资策略

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：市场继续消化美联储降息预期，美元围绕101附近低位运行，利好风险资产。国内规模以上工业企业利润连续4个月实现正增长，但12月制造业及非制造业PMI均不及预期，经济修复不牢固。

供给：湖南、云南新增两家炼厂减产、安徽有少量环保限产要求，供应压力边际减弱。海外矿企减产增多，1月进口TC报价延续下行，年底国内矿产减产增多。国内TC报价下滑幅度较大，且存继续回落预期。近期锌价反弹，部分弥补了加工费下行对炼厂利润的侵蚀。

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。12月下旬以来，北方多地启动重污染应急响应，镀锌企业受影响较大，同时企业淡季接单较少，部分产线出现减产，开工降幅较明显。

结论：受环保及年末影响，供需双弱，现货升水大幅回落，库存现拐点，当前基本面暂难支撑锌价进一步持续反弹。

操作建议：21500元/吨多单止盈

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：锌精矿进口量下降	4
2.2. 加工费：加工费下调预期延续	5
3. 精炼锌	5
3.1. 精锌产量：国内冶炼厂产量不及预期	5
3.2. 精锌进出口：11 月锌锭进口量超预期	6
3.3. 精锌冶炼利润：冶炼利润环比修复	6
4. 库存：锌价走高，去库节奏将逐步放缓	7
5. 下游开工率：环保限产影响范围广，锌下游板块受到不同程度影响	7
5.1. 镀锌	7
5.2. 氧化锌	8
5.3. 压铸锌合金	8
6. 结论与建议	9

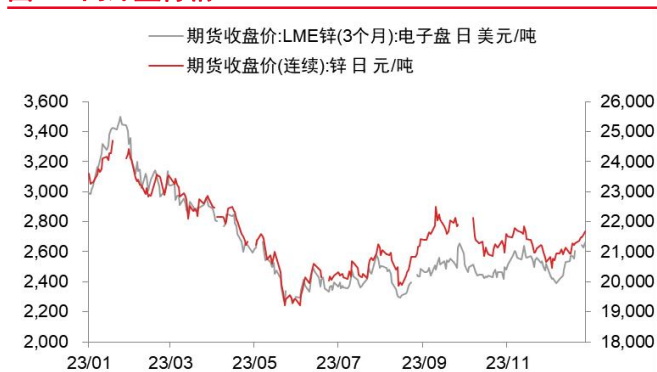
图表目录

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	6
图 8 锌企&锌矿生产利润	6
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	7
图 12 锌社会库存	7
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

海外宏观暂维持偏好，国内较平稳，市场风险偏好尚可，伦锌带动沪锌偏强运行。进入12月，美联储多空情绪反复，虽有明年降息预期，但降息时间亦有争论，同时LME库存去库2万余吨至20.5万吨左右，锌价低位反升，但国内低库存支撑下，月差快速拉涨，升水跟随上行，现货成交较好，同时反套资金加持，整体走势偏强

图1 内外盘行情



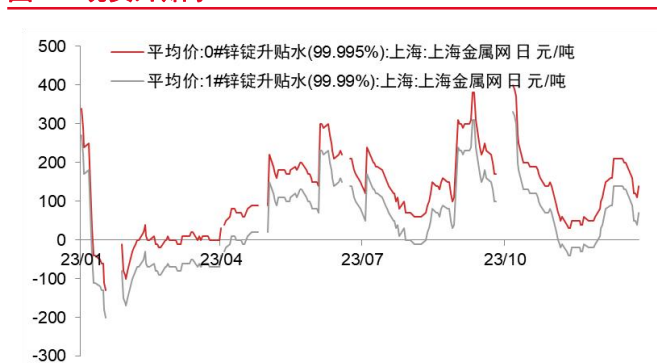
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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：锌精矿进口量下降

跟据最新海关数据显示,2023年11月进口锌精矿为31.4万(实物吨),环比下降27.67%,同比下降30.01%，累计2023年锌精矿进口量为428.13万吨（实物吨），累计同比增加15.1%。

11月锌精矿进口量下降原因如下：一、临近年底，长单接近尾声，到货量整体偏少；二、沪伦比值走低，进口窗口关闭，零单进口亦较少；三、虽然冬储背景下，整体矿需求

较高，但 11 月国内冶炼厂产量超预期下降至 57.9 万吨，对锌精矿的需求量相对降低；同时美金价格报至 90 美元/干吨附近，进口矿经济性降低，国内冶炼厂积极抢购国产矿。

进入 12 月，虽然进口窗口仍然关闭，但比值有所修复，同时冶炼厂积极储备明年一季度矿，预计进口量或有小幅增加。

2.2. 加工费：加工费下调预期延续

2024 年 1 月份的月度加工费：

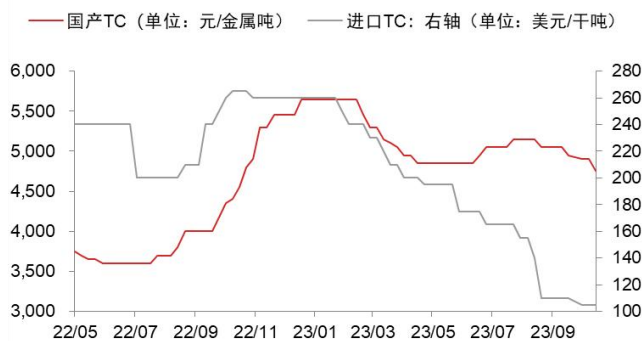
Zn50 国产 TC(月)：4200 元/金属吨，较 12 月下降 300 元/金属吨。

Zn50 进口 TC(月)：80 美元/干吨，较 12 月下调 10 美元/干吨。

海外矿企减产增多，1 月进口 TC 报价延续下行，年底国内矿产减产增多，复产待 2024 年 3-6 月，国内 TC 报价下滑幅度较大，且存继续回落预期。不过近期锌价反弹，部分弥补了加工费下行对炼厂利润的侵蚀。

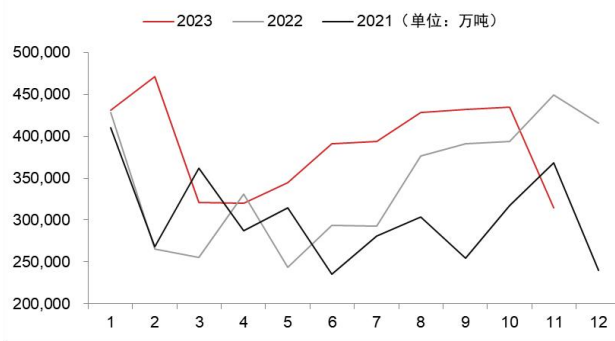
国内远期矿端预期偏紧，且价格对比下国内炼厂对进口矿接受度低，叠加国内炼厂产量预期提升需求增加，国内锌精矿加工费仍有下调空间。

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：国内冶炼厂产量不及预期

2023 年 11 月 SMM 中国精炼锌产量为 57.9 万吨，环比下降 2.56 万吨或环比下降 4.23%，同比增加 10.62%，低于预计值。1 至 11 月精炼锌累计产量达到 603.2 万吨，同比增加 10.62%。其中 11 月国内锌合金产量为 9.33 万吨，环比下降 0.48 万吨。

进入 11 月，国内冶炼厂产量不及预期，主要是陕西、湖南和云南的冶炼厂超预期停产、检修，减量明显；另外内蒙、陕西、云南和广东等地的部分冶炼厂产量下降亦带来一定减量。另外四川冶炼厂提产和甘肃检修结束，产量增加。

预计 2023 年 12 月国内精炼锌产量环比增加 0.68 万吨至 58.58 万吨，同比增加 11.41%；2023 年 1 至 12 月累计产量达到 661.7 万吨，累计同比增加 10.69%；进入 12 月产量微增，主因一方面广西新增产能释放带来增量，湖南、云南等地的冶炼厂检修复产带动产量增加；另外陕西地区冶炼厂产量继续下降，整体增量尚不明显。

3.2. 精锌进出口：11 月锌锭进口量超预期

根据最新的海关数据显示，2023 年 11 月精炼锌进口 5.17 万吨，环比增加 0.32 万吨或环比增加 6.59%，同比增长 344.9%，1~11 月累计进口 35.77 万吨，累计同比上涨 401.98%，1~11 月合计精炼锌出口 0.57 万吨，即 2023 年 11 月净进口 5.14 万吨。

11 月锌锭进口量超预期，一方面哈锌等常规品牌进口量延续，另一方面月初不含税进口窗口短暂开启，给到澳大利亚和韩国锌锭进口机会，叠加保税区货物流出，整体进口延续高位。内强外弱下比价上修，进口窗口开启，但下半月随着正套资金入场，进口窗口再度关闭。

预计 12 月上半月内强外弱下，给到精炼锌进口机会，且进口价格相对偏低，国内企业采购积极，预计进口量依然在 5 万吨以上高位。

3.3. 精锌冶炼利润：冶炼利润环比修复

冶炼利润环比修复，陕西、甘肃部分炼厂继续恢复，云南某炼厂有搬迁停产计划，现货紧缺或逐渐缓解。锌价反弹，平均冶炼利润修复至约 151 元/吨，锌锭部分利润由负转正。

在目前 TC 和锌价前提下，矿端利润空间低于冶炼端。

图 7 SMM 我国精锌月度产量

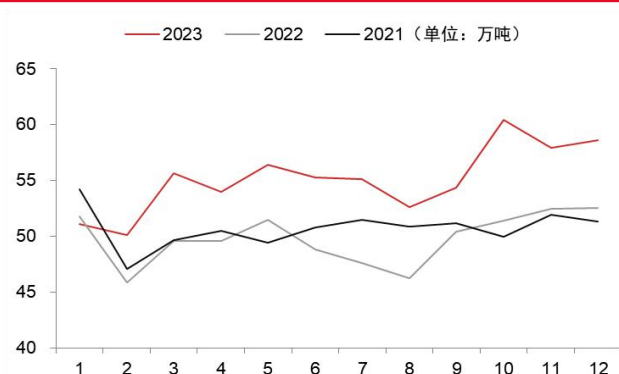
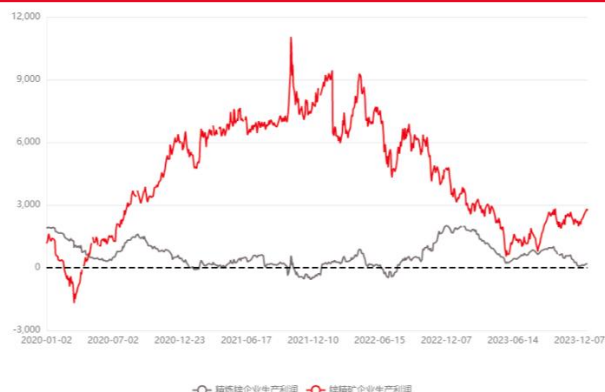


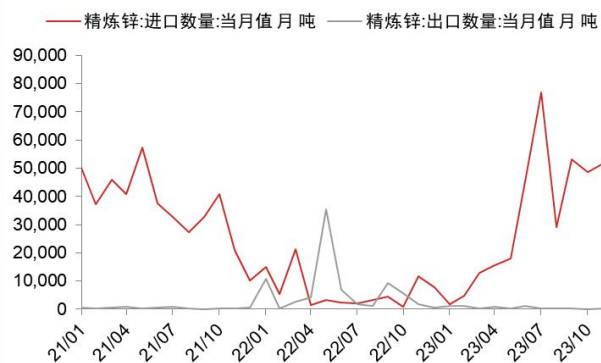
图 8 锌企&锌矿生产利润



资料来源：iFinD，东海期货研究所

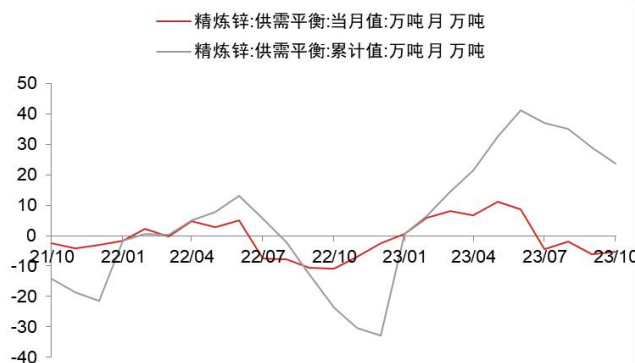
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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12月29日，LME 精炼锌库存为22.4万吨，较2023年12月1日增550吨；

截至2023年12月29日，上期所精炼锌库存为21215吨，较2023年12月1日下降13326吨，降幅39%；

截至2023年12月29日，国内精炼锌社会库存为7.58万吨，较2023年12月1日下降1.21万吨，降幅13.7%。

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：环保限产影响范围广，锌下游板块受到不同程度影响

5.1. 镀锌

镀锌企业最新开工率为 50.03%。原料库存方面，下游企业因受环保限产影响，大部分镀锌企业基本不做元旦备库，采买积极性降低，原料库存下降。北方环保限产情况较为严格，减停产面积较广，天津、河北、山东、河南以及安徽均受到不同程度限产影响，且限产力度较大，天津与河北白名单企业同样存在减停产的情况，本次限产基本延续到元旦假期，因此大幅抑制镀锌企业的开工情况。一月四号之后北方地区环保限产阴霾将会逐步消散，预计镀锌企业开工将窄幅提升。

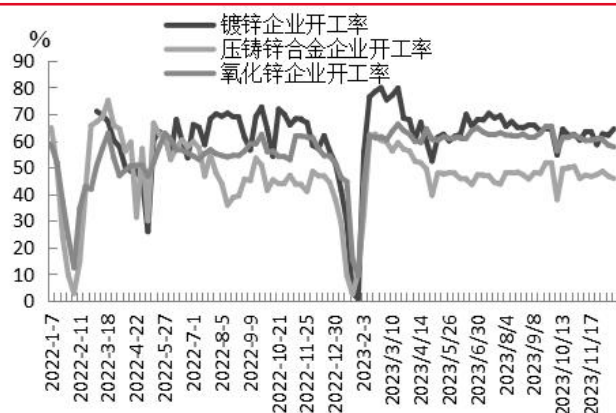
5.2. 氧化锌

氧化锌最新开工率为 56.2%。氧化锌企业在元旦期间基本维持正常开工生产，节前备库现象并未出现，且由于周内锌价不断上涨，企业畏高采买下整体原料库存小幅下滑。订单方面：开工率降幅较大，主因部分氧化锌企业由于环保检查或效益较差等原因选择停产导致，实际订单情况并未大幅恶化，其中橡胶级氧化锌订单受半钢胎开工支撑平稳运行，非洲猪瘟无好转迹象下词料级氧化锌订单依旧较弱，电子、化工及陶瓷等板块亦无明显下滑。预计环保解除后氧化锌企业开工或有所恢复。

5.3. 压铸锌合金

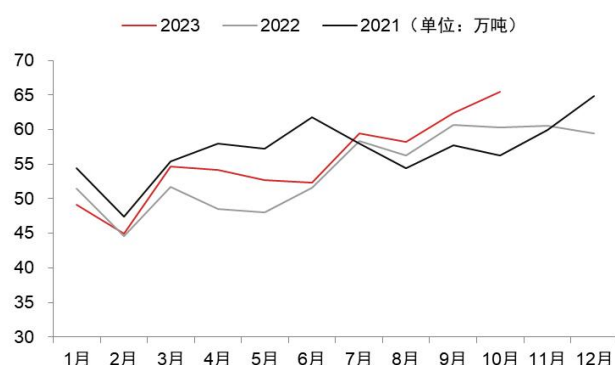
最新压铸锌合金开工录得 47.24%。原料库存方面，尽管锌价略有上涨，但华南地区刚需补库仍在一定程度上带动原料库存回升。开工率方面，年末终端订单表现逐渐下滑，华南地区大部分企业有提前规划年假和检修安排的情况，部分企业开工提升以备库，带动整体开工提升。订单种类来看，光伏相关合金订单表现较差，但箱包拉链和服装配件类表现尚可。

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

进入 12 月，美联储多空情绪反复，虽有明年降息预期，但降息时间亦有争论，同时 LME 库存去库 2 万余吨至 20.5 万吨左右，锌价低位反升，但国内低库存支撑下，月差快速拉涨，升水跟随上行，现货成交较好，同时反套资金加持，整体走势偏强。

受环保及年末影响，供需双弱，现货升水大幅回落，库存现拐点，当前基本面暂难支撑锌价进一步持续反弹。

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