投资咨询业务资格：
证监许可[2011]1771号

东海期货 DONGHAI FUTURES

东海策略

有色金属

2024年2月1日

炼厂利润承压，锌价高度受限

——沪锌2月月度策略报告

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：美国数据多超预期，经济韧性较强缓解衰退担忧。欧元区商业活动回暖，衰退压力减弱，欧央行维持利率不变且再度给降息预期降温，国内央行超预期全面降准定向降息，维持稳健宽松的货币政策，内外宏观提振，市场情绪回暖。

供给：原料锌矿趋紧背景下，内外TC延续弱势下行，炼厂利润已压缩至低位，叠加临近春节，部分炼厂常规减产、搬迁及放假，精炼锌供应压力边际减弱。近期锌锭进口窗口再关闭，进口补充有限。

需求：海外现货贴水收窄，但投机资金净多头减仓，海外消费较弱下资金进一步做多热情有限。国内初端企业已陆续放假，企业开工率延续季节性下滑。

结论：降准后国内权益市场情绪较好，带动锌价上行。炼厂利润低位，供应端偏紧平衡，需求端临近过年需求不佳，短期波动为主。主力运行区间参考：20000-21600元/吨。

操作建议：待宏观乐观情绪消化后，轻仓沽空

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 8
5.1. 镀锌 8
5.2. 氧化锌 8
5.3. 压铸锌合金 ..... 错误！未定义书签。
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 锌企&锌矿生产利润 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 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 ..... **错误！未定义书签。**
图 14 精锌消费量 9

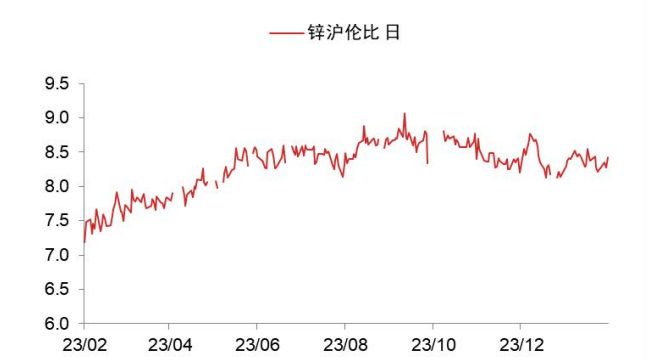
1. 行情回顾

进入 1 月，宏观上多空交织，基本面上国内即将进入春节假期，库存逐渐呈现累库状态，锌价上方承压，海外 LME 持续去库，且矿山成本支撑下，海外走势逐渐偏强，内外比价下修。

图 1　内外盘行情

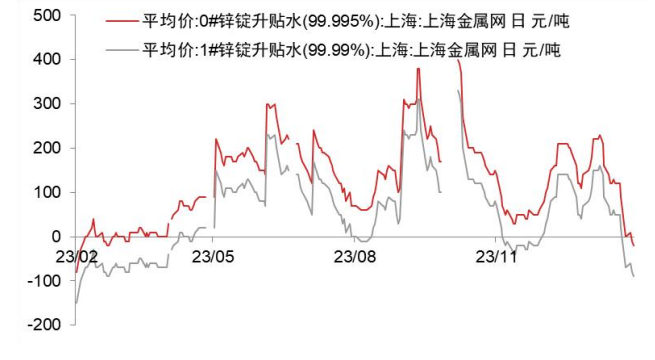
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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：进口量或维持高位

2023 年 12 月进口锌精矿为 44.19 万（实物吨），环比上涨 40.55%，同比增加 6.44%，累计 2023 年锌精矿进口量为 472.32 万吨（实物吨），累计同比增加 14.23%。

12 月锌精矿进口量增加原因如下：一、 虽然 12 月进口窗口关闭，但前期进口窗口开启，索价货物陆续到港； 二、冬储背景下虽然冶炼厂产量有所下降，但冶炼厂基本需要储备 1-2 月两个月的原料量，矿需求量较多； 三、 随着国内加工费的逐渐下调，内外锌精矿价差缩小，在国内矿供应不充足的背景下，冶炼厂采购进口矿量增加。

进入 1 月，虽然进口窗口仍然关闭，但月初比值修复明显，同时冶炼厂积极储备一季度矿，港口到货量增加，预计进口量或维持高位。

2.2. 加工费：加工费下调预期延续

2024 年 2 月份的月度加工费：

Zn50 国产 TC(月)：4100 元/金属吨，较 1 月下降 100 元/金属吨。

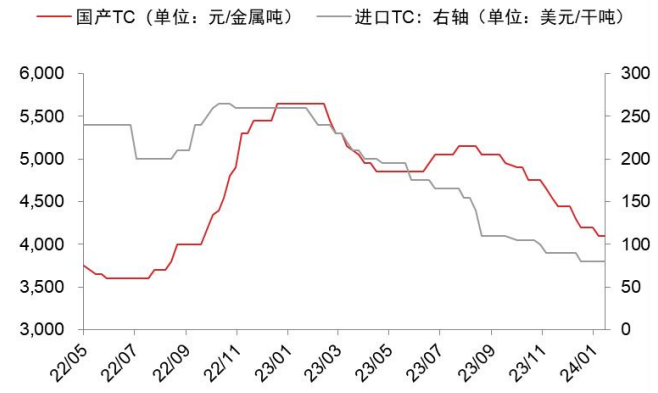
Zn50 进口 TC(月)：80 美元/干吨，较 1 月持平。

2023 年锌精矿 TC 开启下行通道：国产矿周度 TC 平均价从 1 月的 5650 元/金属吨下跌至 12 月的 4200 元/金属吨，进口矿周度 TC 平均价从 1 月的 260 美元/千吨下跌至 12 月的 80 美元/千吨 2024 年 1 月，北方降雪降温天气仍将持续，限制矿山开采及运输，且临近春节，后续国内停产矿山可能持续增加，因此影响近期锌矿加工费最大因素是国内季节性减产。

进入 2024 年，冶炼厂积极储备一季度生产的原料，对矿需求量较多，同时还有部分矿企将于春节期间放假检修，国内整体锌精矿供应减少，加工费继续降低。

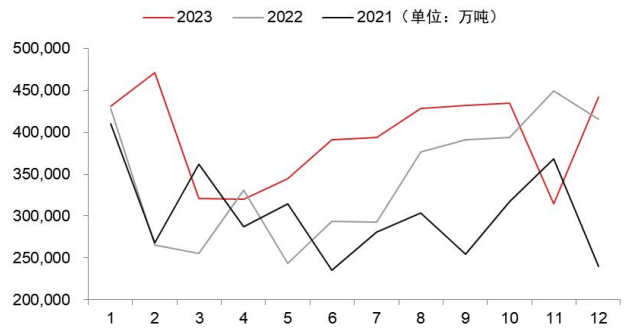
加工费整体下降幅度有限，考虑到目前港口的低加工费和冶炼厂的低库存，加工费或低位运行。 同时需要注意的是，在国产矿加工费逐步降至 4100 元/金属吨的价位之后，对于冶炼厂而言，当前加工费下其利润较少，冶炼厂生产意愿下降，因此预计后续国产矿加工费下降空间有限。

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：产量超预期增加

2023 年 12 月 SMM 中国精炼锌产量为 59.09 万吨，环比增加 1.19 万吨或环比增加 2.05%，同比增加 12.38%，高于之前的预计值。1 至 12 月精炼锌累计产量达到 662.2 万吨，同比增加 10.77%。其中 12 月国内锌合金产量为 10.29 万吨，环比增加 0.96 万吨。

进入 12 月，国内冶炼厂产量增加，主要是一方面广西地区新增产能带来较大增量，另外湖南、陕西、河南和云南的冶炼厂检修恢复和年底产量提升带来一定增量；同时陕西、甘肃、贵州等地的冶炼厂检修等产量有所下降，整体增量略超预期。

预计 2024 年 1 月国内精炼锌产量环比下降 1.75 万吨至 57.24 万吨,同比增加 11.96%；进入 1 月产量下降，主因一方面临近春节，贵州、四川、安徽、江西、广西等地部分冶炼厂受成本增加、环保等进入检修阶段，产量下降，另外内蒙古、云南、湖南等地冶炼厂产量下降，亦有部分企业提前放假；同时云南、广西、陕西、甘肃部分冶炼厂检修恢复和产量提升贡献一定增量。

3.2. 精锌进出口：12 月锌锭进口量超预期下降

2023 年 12 月精炼锌进口 2.26 万吨，环比下降 2.92 万吨或环比下降 56.37%，同比增长 184.53%，1~12 月累计进口 38.02 万吨，累计同比上涨 380.19%，1~12 月合计精炼锌出口 0.32 万吨，即 2023 年 12 月净进口 1.93 万吨。

12 月锌锭进口量超预期下降，基本维持长单进口量，主要是虽然 12 月进口窗口开启，但窗口开启时间较短，且内外比价快速回落，给到进口贸易商盘面利润，资金获利了结，原本的进口量减少，造成整体进口量不及预期。

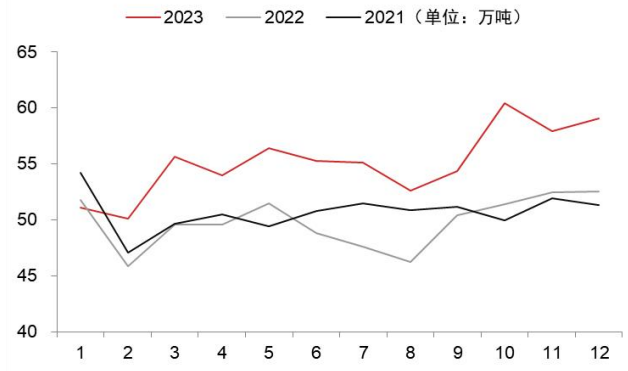
月初内强外弱下再度出现 12 月相同情况，进口窗口短暂开启后迅速关闭，且临近春节国内消费走弱，进口贸易商进口意愿较低，基本维持常规进口量，但 12 月有部分进口货物 1 月流入，预计进口量或小幅增加，但增量有限，预计整体 2.5 万吨左右。

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。

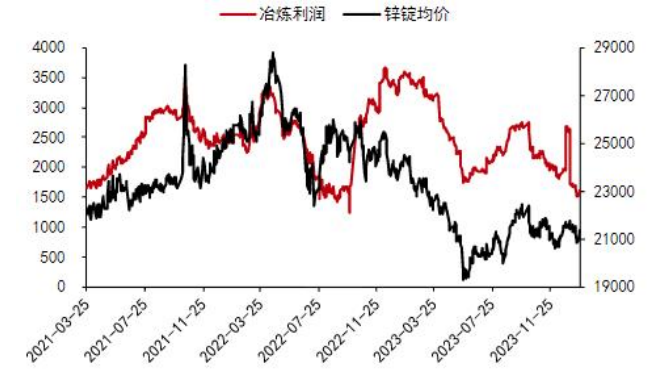
在目前 TC 和锌价前提下，矿端利润空间低于冶炼端。

图 7 SMM 我国精锌月度产量



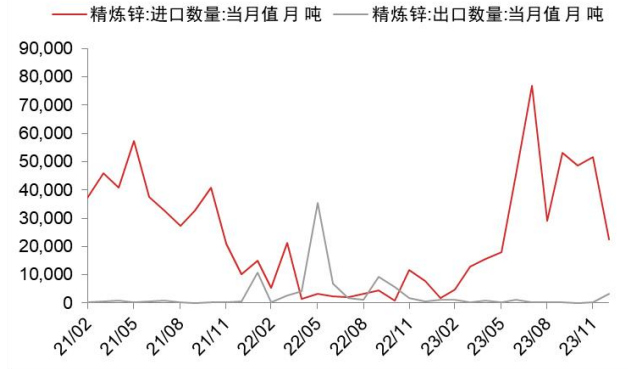
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 8 锌冶炼利润



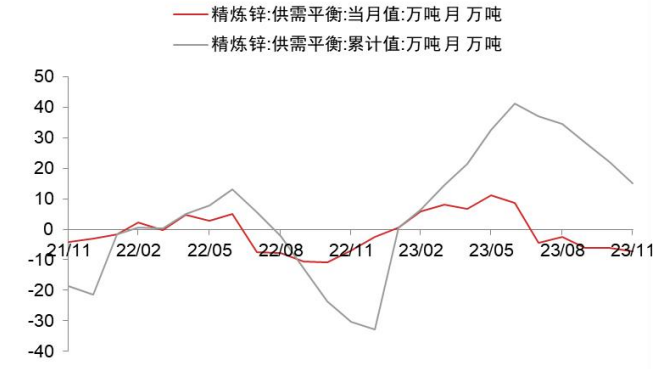
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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

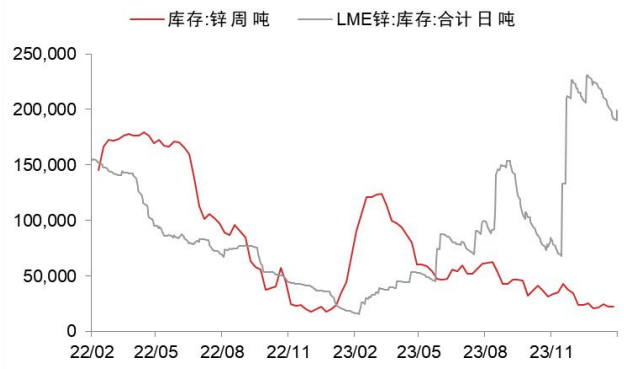
截至 2024 年 1 月 30 日，LME 精炼锌库存为 18.9 万吨，较 2023 年 12 月 29 日下降 3.5 万吨；

截至 2024 年 1 月 26 日，上期所精炼锌库存为 22647 吨，较 2023 年 12 月 29 日下降 1432 吨；

截至 2024 年 1 月 29 日，国内精炼锌社会库存为 8.24 万吨，较 2023 年 12 月 29 日上升 0.66 万吨。

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：春节假期的临近，各版块开工下滑

随着春节假期的临近，各版块开工均存在不同程度的下滑情况。下游企业订单基本已近尾声，因此订单有所减弱，进而影响各版块的开工，预计节前下游企业放假检修情况增多下，开工情况将再度下滑。

5.1. 镀锌

镀锌企业最新开工率为 50.35%。原料库存方面，因前期下游企业备库基本充足，仅小部分企业逢低采买，锌锭库存微升；镀锌企业开工下滑的主因是，部分中大型企业存在放假停产情况，因此开工再度下滑；由于部分下游贸易商年前只做常量库存，提货积极性较低，且终端基本停滞，导致成品库存微升；镀锌结构件方面，结构件企业利润较差，叠加终端订单已近尾声，企业开工积极性有所抑制；存在部分大型镀锌企业陆续放假的情况，预计开工率下降幅度增大。

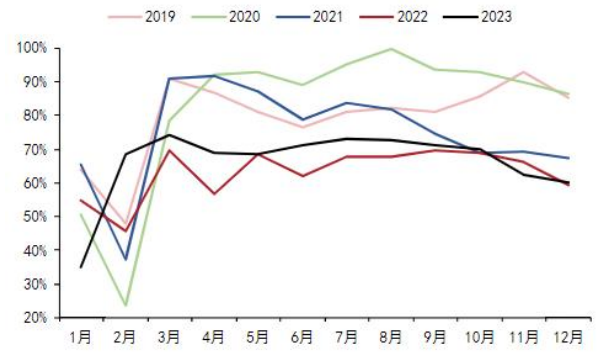
5.2. 压铸锌合金

最新压铸锌合金开工录得 45.74%。原料库存方面，锌价低位震荡，压铸锌合金企业为迎接春节假期低价补库，原料库存方面较上周有所上升；开工率方面，近期终端企业年底备库基本完成，陆续开始放假，压铸锌合金企业订单减少，部分压铸企业亦进入放假进行年底检修，仍在生产的压铸锌合金企业以成品备库为主，开工率整体下滑；成品库存方面，压铸锌合金企业春节假期备库积极，成品库存录增，预计放假检修增多，压铸锌 合金企业开工或下滑。

5.3. 氧化锌

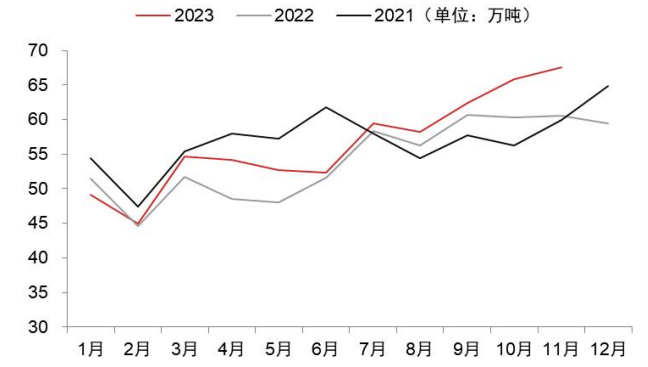
氧化锌最新开工率为 55.7%。原料方面：放假的镀锌厂家增多，部分氧化锌企业选择提高锌锭采购比例，整体原料库存微增。订单方面：橡胶级氧化锌受半钢胎开工率支撑订单平稳运行；陶瓷级氧化锌需求萎缩订单较弱；饲料级氧化锌无起色下订单依旧较差；电子级氧化锌市场较小整体订单变化不大；化工级氧化锌受下游需求影响订单小幅下滑。开工方面，存在氧化锌企业春节放假停产影响部分产量，且订单下滑同样影响企业开工，整体开工继续走弱。氧化锌企业放假增多，预计开工继续下滑。

图 13　镀锌月度开工率季节图（%）



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 1 月，宏观上多空交织，基本面上国内即将进入春节假期，库存逐渐呈现累库状态，锌价上方承压，海外 LME 持续去库，且矿山成本支撑下，海外走势逐渐偏强，内外比价下修。

降准后国内权益市场情绪较好，带动锌价上行。炼厂利润低位，供应端偏紧平衡，需求端临近过年需求不佳，短期波动为主。主力运行区间参考：20000-21600 元/吨。

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