

2024年7月1日

淡季显现，限制锌价上方空间

——沪锌7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

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：上海、广州、深圳、北京四个一线城市政策在房贷利率下限和最低首付比例方面均进行了调整，为下半年购房环境宽松创造了非常好的环境，也有助于进一步增加购房者的市场信心，对于后续市场行情提振具有积极的作用。而来自房地产的良好预期，也为未来锌下游消费预期产生了一定的带动作用，为当前锌价提供支撑。

供给：锌精矿进口量下降至26.67万吨，加之冶炼厂在低库存下采购频率增加，加工费持续下调的背景下，由矿紧缺演变到冶炼厂减产的情况也有所增加。精炼锌方面，虽然5月精炼锌进口4.44万吨大超预期，但是其中2万吨以上进口至保税区，暂未流入市场，预计6月精炼锌进口量或将回落至3万吨左右，供应端延续低位。

需求：随着下游消费进入季节性淡季，加之环保、洪水等极端天气的影响，消费端镀锌开工下降明显，整体开工表现弱势。

库存：锌锭社会库存处于相对高位。6月虽然冶炼端部分企业或检修减产，但考虑到高锌价和传统消费淡季影响下，消费或表现相对疲软，预计社会库存仍存一定压力。

结论：6月海外宏观乐观情绪消退，有色金属价格集体回调，锌价亦快速下跌，海外基本上冶炼厂产量增加背景下，叠加消费表现不及预期，LME库存延续25万吨左右的高位，基本面支撑走弱；而国内矿紧缺的逻辑愈演愈烈，加工费延续下降，由矿短缺传导至冶炼厂减产更多的是时间问题，供应端延续偏紧，消费上进入季节淡季，等待国内政策发力，整体来看内强外弱。

操作建议：多单止盈

风险因素：国产加工费持续下降，消费进入淡季

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 矿端	4
2.1. 矿端进口量：6月锌矿进口或无明显改善	4
2.2. 加工费仍在持续下跌中	5
3. 精炼锌	6
3.1. 精锌产量：国内冶炼厂产量增加	6
3.2. 精锌进出口：3月进口量环比增幅明显	6
3.3. 精锌冶炼利润：冶炼利润持续下跌	7
4. 库存：社会库存继续小幅累库	7
5. 下游开工率：开工有所分化，淡季显现	8
6. 结论与建议	8

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 锌冶炼利润	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	8
图 12 锌社会库存	8
图 13 下游月度开工率季节图 (%)	8
图 14 精锌消费量	8

1. 行情回顾

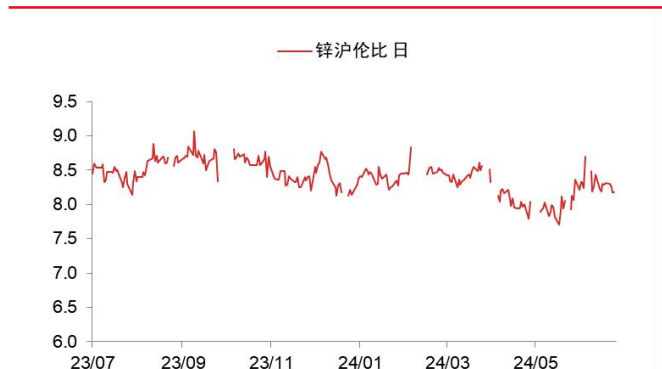
6月海外宏观乐观情绪消退，有色金属价格集体回调，锌价亦快速下跌，不过临近月底，锌价反弹。主要是与近期国内房地产再出利好政策，宏观氛围改善叠加国内冶炼厂减产预期带动。月末沪锌主力再次突破 2.4w 压力位，高点触及 24385 元/吨。

图1 内外盘行情



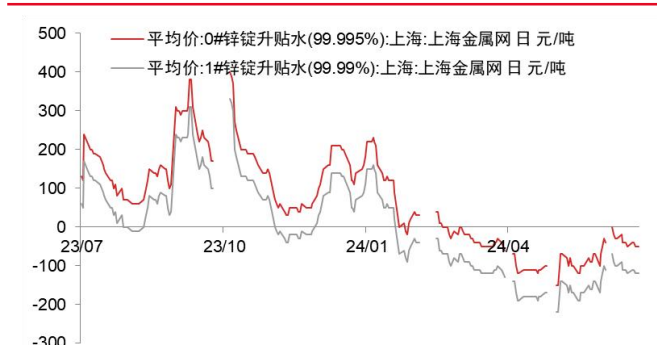
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图2 内外比值



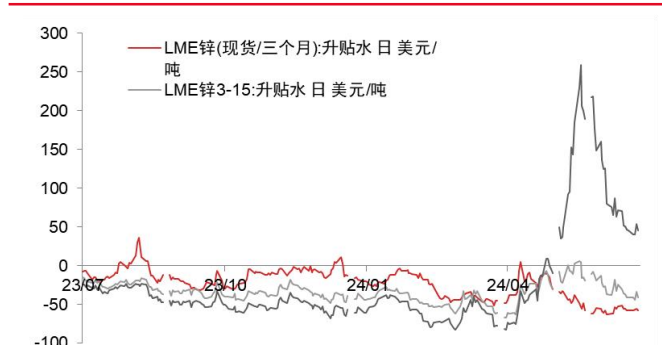
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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：6月锌矿进口或无明显改善

2024年5月进口锌精矿 26.67 万吨（实物吨），5月环比4月降低 7.21%（2.07 万实物吨），同比降低 22.50%，1-5月累计锌精矿进口量为 144.56 万吨（实物吨），累计同比降低 23.41%。

5月锌精矿进口量环比减少原因如下：一、5月国内锌矿进口窗口持续关闭，到港多为前期预定货物，锌矿进口量无明显增加；二、国内虽矿端紧缺态势持续，然进口矿加工费

报价持续低位，价格优势下冶炼厂更青睐国内矿；三、海外矿山同样面临原矿品位下降以及天气扰动问题，海外矿增量暂时不多，且海外锌冶炼厂同样在积极复工复产，以保海外冶炼厂生产为前提，海外锌矿流入国内量有限。

6月初锌矿进口窗口开启，然海外冶炼厂原料需求仍然高涨，叠加船期因素，预计6月到港锌矿仍多为前期预定货物，并且进口锌矿加工费报价无明显改善，价格因素继续影响进口锌矿采买，预计6月锌矿进口或无明显改善。

2.2. 加工费仍在持续下跌中

2024年7月份的月度加工费：

Zn50 国产 TC(月)：2200 元/金属吨，较上月下降 500 元/金属吨。

Zn50 进口 TC(月)：10 美元/干吨，较上月下降 10 美元/干吨。

自2023年9月起，国内外锌精矿加工费接连下调，近期更是降至历史低位。目前锌精矿紧张状况暂无缓解迹象，加工费仍在持续下跌中，国内报价2500元/金属吨以下，美金报价更是趋近于0。

从国内矿来看，二季度前期面对的1季度的春节放假以及北方寒冷天气影响逐步减退，且不管从锌的绝对价格还是说加工费水平来看，矿山利润处在6000元/金属吨以上的绝对优势，矿山复产提产积极性本应较高，但安全环保检查和原矿品位下降等问题凸显，另国内矿产量释放不及预期。远期来看国内矿山本身大矿较少，中小型矿山较多，推算增加去年因突发情况检修停产的增量外，安环检查和原矿品位下降这些问题亦较难缓解，预计未来老矿山带来的同比增量有限。

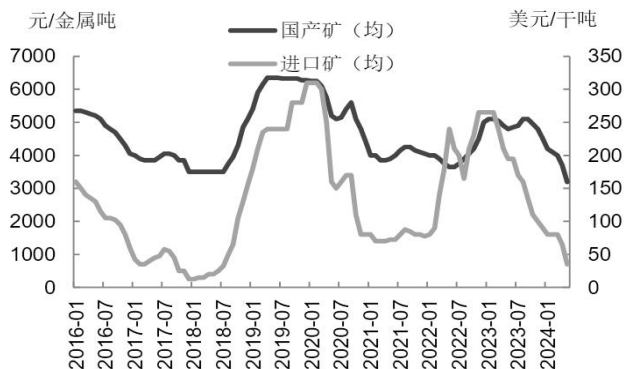
从国内新增矿山来看，作为年内锌精矿主要增量来源的火烧云矿山，本应2季度释放产量，但因股权转让、基础设施建设等因素产量释放推迟至7月以后，对国内矿紧缺的情况暂无缓解，下半年如若产量能正常释放了对国内矿的紧张情况带来一定缓解，但火烧云是以原矿进行销售，虽然锌品位处于30左右，但对于一些没有回转窑或者选矿设备的冶炼厂来说较难大量利用，产品流向或更加精准化，三季度需要关注火烧云的实际产量释放情况。

海外来看，6月虽然锌精矿进口窗口开启，但年内海外矿山依然面临原矿品位下降和极端天气等影响，全年增量或仅为4万吨左右，而海外冶炼厂积极复工复产，据了解海外矿多以保海外冶炼厂生产为主，可流入国内的量有限。且从冶炼厂签订长单的情况来看，基本以上半年为主，下半年长单签订较少，长单量预计会有减少，关注进口窗口打开情况，如若进口窗口开启利润较高，或会刺激锌精矿流入量增加。据此短期预计进口锌精矿加工费仍有下降空间。

整体来看，国内冶炼厂对进口锌精矿依赖度30%以上，在锌精矿进口量减少和加工费下跌幅度较大的情况下，国内冶炼厂以抢购国产矿为主，这就造成了国内加工费跟随下跌的

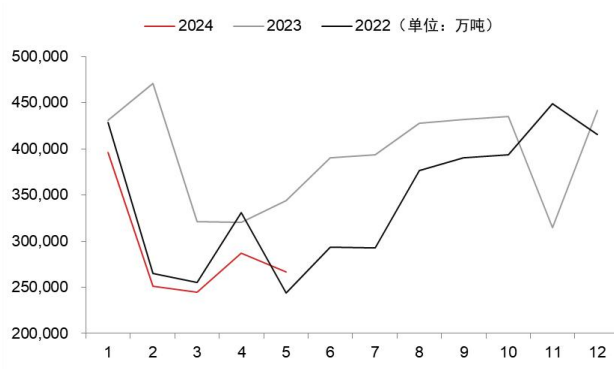
趋势，且冶炼利润下降的情况下国内冶炼厂更是抢购高富含的矿，加速了加工费下跌。三季度关注进口矿的流入情况，预计改善情况有限。

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：国内冶炼厂产量增加

2024 年 5 月 SMM 中国精炼锌产量为 53.62 万吨，环比上涨 3.16 万吨或环比增加 6.26%，同比下降 5.02%，1~5 月累计产量 263.6 万吨，累计同比下降 1.43%，略高于预期值。进入 5 月，国内冶炼厂产量增加，主要是河南、甘肃、新疆、湖南地区的冶炼厂检修恢复，同时云南、四川、贵州等地的冶炼厂产量增加亦贡献一定增量，但甘肃、陕西、湖南、广西、内蒙古等地的冶炼厂检修、减产、停产带来一定的减量，整体来看产量增加明显。

预计 2024 年 6 月国内精炼锌产量环比下降 0.93 万吨至 52.69 万吨，同比下降 4.63%，1-6 月累计产量 316.3 万吨，累计同比下降 1.98%。进入 6 月产量下降，主因湖南地区部分冶炼厂因环保问题带来一定量的检修减产，同时内蒙古地区因原料问题带来一定减量；增量主要在于陕西、甘肃、云南、贵州地区部分冶炼厂前期检修恢复带来一定增量，整体来看产量下降暂不明显。

3.2. 精锌进出口：3 月进口量环比增幅明显

2024 年 5 月精炼锌进口 4.4 万吨，环比减少 0.16 万吨或环比下降 3.49%，同比增加 147.95%，1-5 月精炼锌累计进口 18.71 万吨，累计同比增加 253.42%，5 月精炼锌出口 0.085 万吨，即 5 月精炼锌净进口 4.35 万吨。

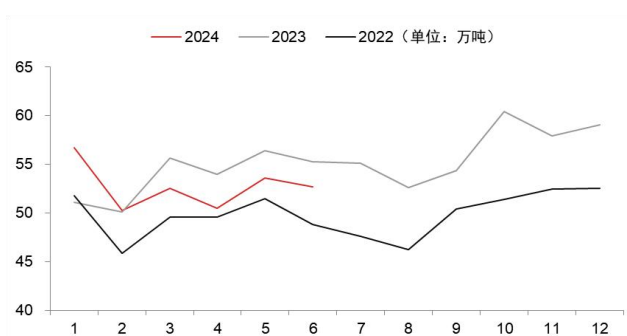
进入 6 月，海外宏观乐观情绪消退，有色金属价格集体回调，锌价亦快速下跌，海外基本上冶炼厂产量增加背景下，叠加消费表现不及预期，LME 库存延续 25 万吨左右的高位，

基本面支撑走弱；而国内矿紧缺的逻辑愈演愈烈，加工费延续下降，由矿短缺传导至冶炼厂减产更多的是时间问题，供应端延续偏紧，消费上进入季节淡季，等待国内政策发力，整体来看内强外弱下，进口窗口逐步修复，但尚未达到开启状态。预计6月长单货物流入和进口窗口开启预期下精炼锌流入量继续，但前期海关保税区货物较多，预计进口量3万吨左右。

3.3. 精锌冶炼利润：冶炼利润持续下跌

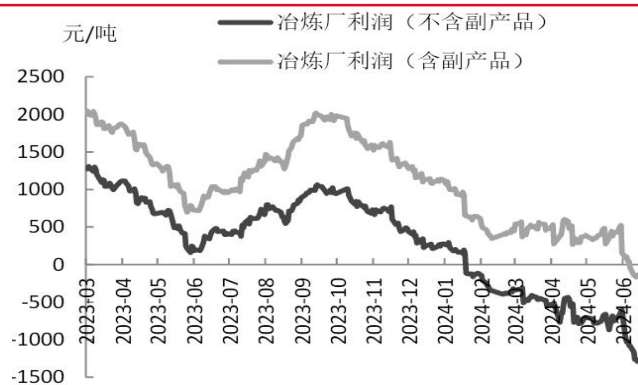
最新精炼锌厂冶炼利润收于-1388元/吨，亏损有所加大。海内外锌矿供应紧缺格局延续，国内加工费下调至2150元/吨，进口加工费维持10美元/吨，亏损加大主要受加工费下跌影响。

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 锌冶炼利润



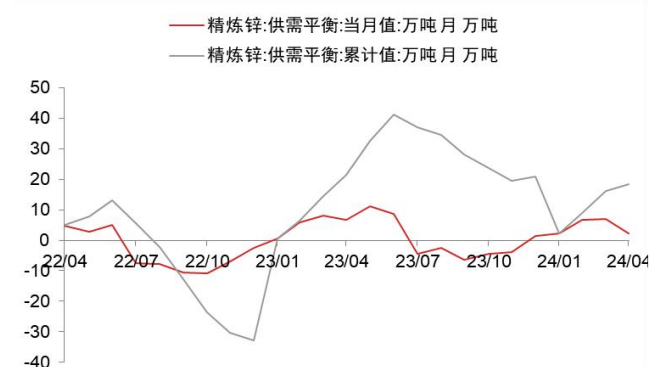
资料来源：iFinD，东海期货研究所

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



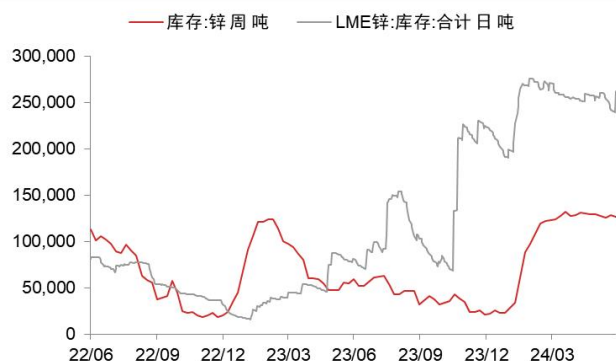
资料来源：iFinD，东海期货研究所

4. 库存：社会库存继续小幅累库

虽然冶炼端部分企业或检修减产，但考虑到高锌价和传统消费淡季影响下，消费或表现相对疲软，预计社会库存仍存一定压力。截至6月27日，SMM七地锌锭库存总量为19.46

万吨。上海和广东地区库存小幅增加，周内上海、广东地区仓库正常到货，盘面偏强震荡运行，下游刚需采买提货，整体库存小幅录增；天津地区库存小幅下降，周内天津地区正常到货，然下游前期点价本周提货，库存小幅降低。

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

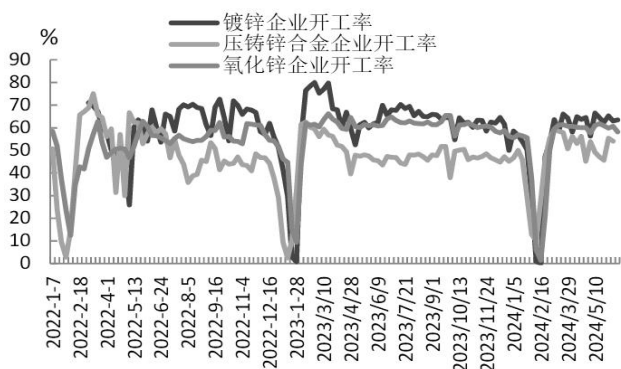


资料来源：SMM，东海期货研究所

5. 下游开工率：开工有所分化，淡季显现

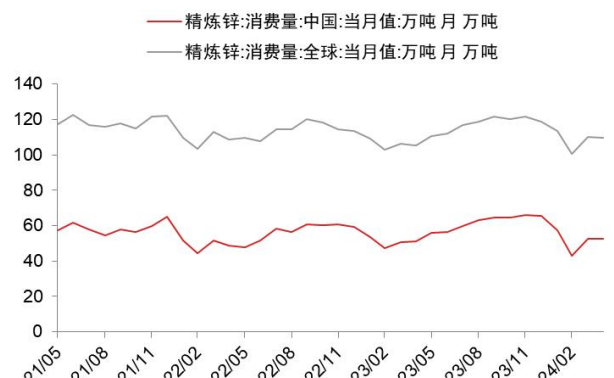
锌下游消费维持弱势，整体开工继续下降，其中氧化锌因淡季影响，企业检修减产增多，且轮胎出口减少，轮胎厂库存高位下压制氧化锌企业销售价格，利润空间下降，另有极个别地区受环保影响，整体开工下降明显；镀锌和压铸锌合金因淡季影响下，终端订单走弱，开工延续弱势。进入三季度受高温和雨水天气影响，预计锌下游消费难有较大起色。

图 13 下游月度开工率季节图（%）



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

从当前锌价来看,除了矿端紧缺的持续利好,锌价也在极大程度上受到宏观消息的指引,在本轮利好出尽之后,可关注后续将于7月15日~7月18日召开的二十届三中全会以及美国通胀数据对整体市场情绪的带动。

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