

2024年3月1日

消费预期回归，锌价有望反弹

——沪锌3月月度策略投资策略

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：欧美6月前降息预期已跌入低谷，国内利好政策对市场情绪提振欠缺持续性，宏观氛围一般**供给：**成本端海内外锌精矿仍然紧缺，加工费尚处低位。2月新增四川及湖南地区三家停产企业，预计最晚将于3月中旬复产，炼厂开工持续下滑。**需求：**元宵节后加工企业复产提速，当前三大初级消费板块开工率处近三年低位，预计需求表现将逐步回暖。**库存：**伦锌维持去库但绝对水平偏高，进口窗口开启或对国内库存施压。**结论：**海外降息预期延后，国内下游复产预期偏缓，叠加进口窗口开启进口锌锭流入，整体情绪偏空。不过在炼厂及锌矿成本托底下，伴随下游消费复苏，锌价或有所回暖。但是库存压力或压制反弹空间，预计沪锌偏强震荡为主。**操作建议：**轻仓试多**风险因素：**国产加工费持续下降，复产节奏

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 矿端	4
2. 1. 矿端进口量：进口量或维持高位	4
2. 2. 加工费低位，冶炼厂利润承压	5
3. 精炼锌	5
3. 1. 精锌产量：1月整体产量下降明显	5
3. 2. 精锌进出口：12月锌锭进口量超预期下降	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：春节假期的临近，各版块开工下滑	7
5. 1. 镀锌	8
5. 2. 压铸锌合金	8
5. 3. 氧化锌	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	错误！未定义书签。
图 14 精锌消费量	9

1. 行情回顾

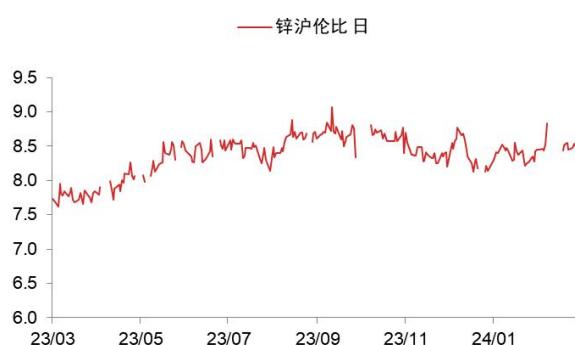
节后首日锌价走跌主要受伦锌拖累，假期内沪锌累库情况处于历史均值水平，不过伦锌因新加坡隐性库存集中交仓，累库超预期，叠加宏观面美国强韧性经济数据打击降息预期，锌价承压回落明显。宏观面国内 LPR 超预期不对称降息对市场情绪有所提振，此外伦锌库存也维持去库趋势，锌价有所反弹。下游消费节后仍未完全恢复，沪锌反弹空间较为有限。

图 1 内外盘行情



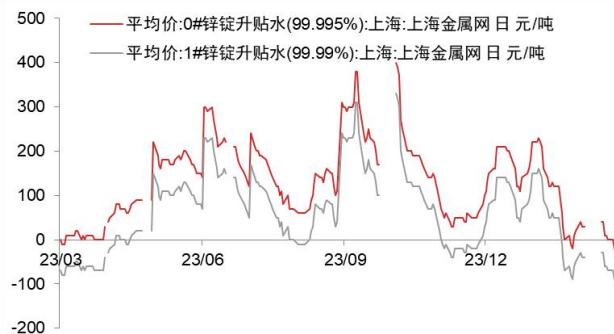
资料来源：iFinD, 东海期货研究所

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。

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. 加工费低位，冶炼厂利润承压

2024年3月份的月度加工费：

Zn50 国产 TC(月)：4000 元/金属吨，较 2 月下降 100 元/金属吨。

Zn50 进口 TC(月)：80 美元/干吨，较 2 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。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。

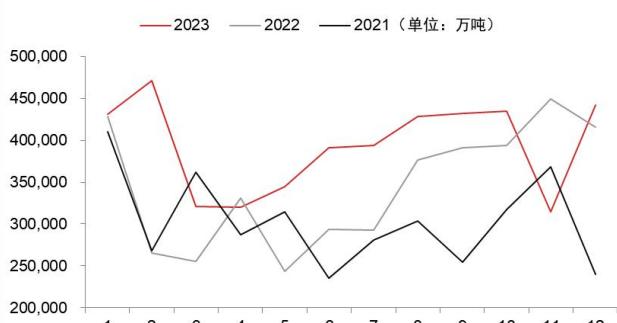
加工费整体下降幅度有限，考虑到目前港口的低加工费和冶炼厂的低库存，加工费或低位运行。同时需要注意的是，在国产矿加工费逐步降至 4100 元/金属吨的价位之后，对于冶炼厂而言，当前加工费下其利润较少，冶炼厂生产意愿下降，因此预计后续国产矿加工费下降空间有限。

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：1月整体产量下降明显

2024 年 1 月 SMM 中国精炼锌产量为 56.7 万吨，环比下降 2.39 万吨或环比下降 4.05%，同比增加 10.9%，低于预计值。其中 1 月国内锌合金产量为 10.96 万吨，环比增加 0.66 万吨。

进入1月，国内冶炼厂产量下降，主要是一方面广西、云南、四川、安徽、江西等地冶炼厂检修，另外有云南、贵州地区的冶炼厂停产放假带来一定减量；同时广西地区新增产能继续释放，内蒙、甘肃、云南等地年初产量增加和检修恢复，整体产量下滑。

预计2024年2月国内精炼锌产量环比下降5.73万吨至50.96万吨，同比增加1.63%；进入2月产量下降，主因一方面恰逢春节假期，湖南等地再生锌冶炼厂停产放假较多，同时四川地区冶炼厂产线检修带来减量。另外2月自然月生产天数减少2天，整体产量下降明显。

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。

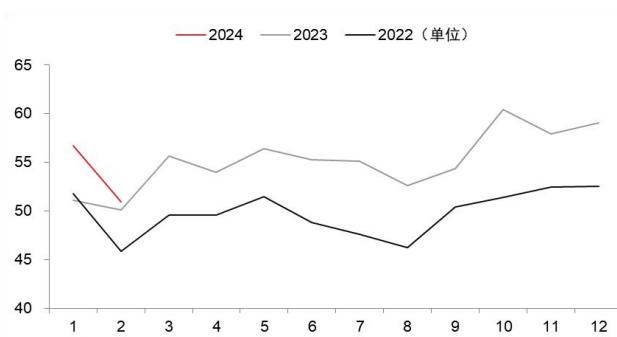
12月锌锭进口量超预期下降，基本维持长单进口量，主要是虽然12月进口窗口开启，但窗口开启时间较短，且内外比价快速回落，给到进口贸易商盘面利润，资金获利了结，原本的进口量减少，造成整体进口量不及预期。

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

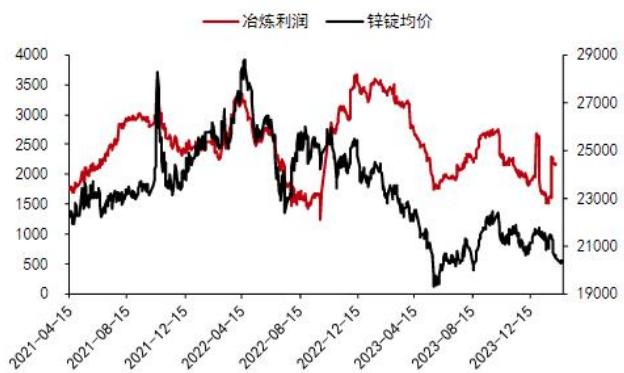
冶炼利润环比修复，陕西、甘肃部分炼厂继续恢复，云南某炼厂有搬迁停产计划，现货紧缺或逐渐缓解。锌价反弹，平均冶炼利润修复至约151元/吨，锌锭部分利润由负转正。

图7 SMM我国精锌月度产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

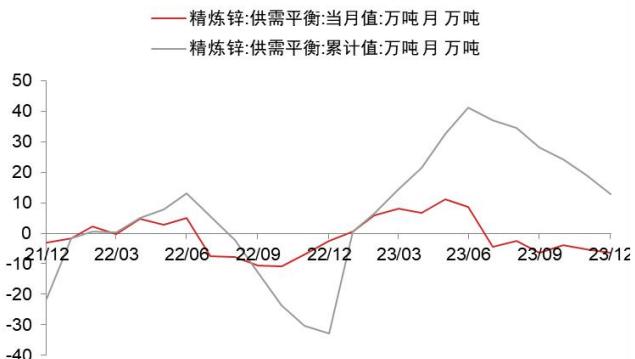
图8 锌冶炼利润



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：开启节后累库模式

截至 2024 年 2 月 28 日，LME 精炼锌库存为 26.8 万吨，较 2024 年 1 月 31 日上升 6.8 万吨；

截至 2024 年 2 月 23 日，上期所精炼锌库存为 88611 吨，较 2024 年 2 月 2 日上升 60729 吨；

截至 2024 年 2 月 29 日，国内精炼锌社会库存为 17.41 万吨，较 2024 年 1 月 31 日上升 9.61 万吨。

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：整体订单表现相对低迷

节后锌下游企业陆续开工，但整体来看，开工不及去年同期。其中镀锌企业除铁塔外，其他板块表现偏差，企业整体反应订单表现相对低迷；压铸和氧化锌相对于镀锌表现更弱，

企业开工相对较晚，基本主流于元宵节过后开工。

5.1. 镀 锌

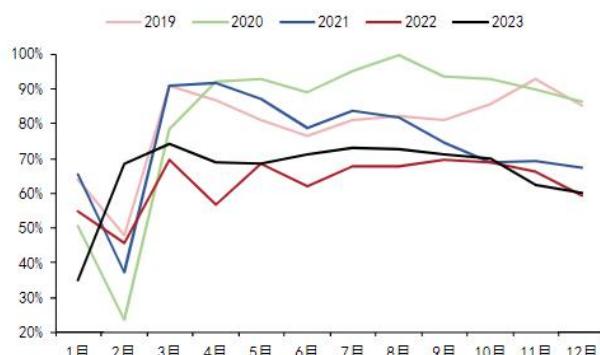
年后第一周镀锌开工较年前上涨 46.3 个百分点至 47.22%。原料库存方面，节前备货充足，且目前开工较差，但本周锌价较低，部分镀锌企业存在采买意愿，锌锭库存微升；周度开工增长的原因是春节假期结束，工人返厂镀锌企业陆续恢复生产，但大范围降温雨雪天气影响，终端需求恢复缓慢，节后订单疲软，等待订单情况陆续增加生产，因此开工率上涨至 47.22%，较去年同期下降 8.51 个百分点；年前镀锌企业库存累升，节后以消化库存为主，叠加运输恢复，节前未提货订单陆续发货，成品库存下降；结构件方面，工人陆续到厂，但整体开工情况较弱，铁塔企业开工较早且开工率较高，表现依旧亮眼；光伏企业终端项目开工要于三月以后，目前仍处于等待周期，开工较差。预计后续所有镀锌企业开工恢复生产，开工率将进一步上涨。

5.2. 压铸锌合金

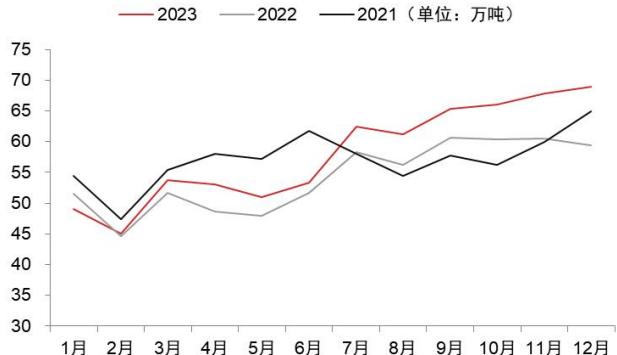
最新压铸锌合金开工录得 28.27%，较节前最后一周上涨 26.46 个百分点。原料库存方面，周初锌价低位震荡，压铸企业逢低采买较多为复工复产进行储备，原料库存方面有所增加；成品库存方面，周中企业基本交付成品，消耗库存为主，成品储量录减；开工率方面，周内开工尚未进入正轨，工人到岗率不及预期，叠加企业仍在观望订单反馈情况，节后首周开工率不及去年同期的 32.41%，下降 4.14%，尚处于低位。预计压铸企业逐渐复工复产，开工率或上升。

5.3. 氧化 锌

氧化锌最新开工率为 21.2%，环比上升 19.9 个百分点。原料方面：锌价低位震荡，大部分企业为开工生产进行原料预备，逢低采买，原料库存微升。开工方面：节后首周开工情况不及去年同期开工下降了 22.8 个百分点，主因复工企业于本周初开炉，周中第一批成品产出，生产线尚未恢复至春节假期前生产效率，其余企业多于正月十五之后复工复产，开工率尚处于低位。成品库存方面，企业以订单交付为主，成品库存下降。预计氧化锌企业逐渐复产，开工率逐渐恢复。

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

海外降息预期延后，国内下游复产预期偏缓，叠加进口窗口开启进口锌锭流入，整体情绪偏空。不过在炼厂及锌矿成本托底下，伴随下游消费复苏，锌价或有所回暖。但是库存压力或压制反弹空间，预计沪锌偏强震荡为主。

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