

月度报告—锌

供需边际走强，锌价易涨难跌

走势评级： 锌：看涨
报告日期： 2024 年 4 月 28 日

★供应端

矿端扰动边际减弱。由于锌价中枢已经抬升，矿端利润有所修复，同时天气正处在厄尔尼诺转拉尼娜的真空阶段，矿端继续出现边际扰动的可能性减小，然当前锌价也不足以支撑锌矿大量复产，因此 5 月矿端或继续维持偏紧格局，海外相对国内或更为紧缺。
冶炼扰动持续发酵。由于亏损持续扩大，预计 5-6 月国内冶炼检修会逐渐增多。由于进口窗口关闭，而高企的 LME 库存去化幅度边际减缓，进口 TC 方面或面临更大的压力，海外冶炼扰动可能性也有所增大。

TC 和冶炼利润或继续下行。4 月生产利润进一步下行，但坚挺的锌价和副产品价格确实为冶炼厂降低加工费预留了更多空间。5 月矿端释放增量相对有限，且加工费下方依然存在一定空间，预计抢矿格局会愈演愈烈，TC 和炼厂生产利润或继续下行。

★需求端

初端需求：由于出口带动，镀锌板有望维持较强开工，镀锌管棒表现偏弱，需等待水利端需求提振；锌合金产能过剩而订单不佳，预计仍会偏弱运行；氧化锌表现强劲，五一企业放假较少，后续仍可期待“以旧换新”政策的刺激。

终端需求：地产需求仍有边际走弱的可能，但空间不大。基建侧，电力和水利项目有动态增补可能；5 月专项债发行速度加快，锌需求或在 6 月下旬-7 月左右得到提振。家电行业生产积极性较高，然终端消费还未激活，成品库存偏高，产量增速可能边际放缓。

★投资建议

5 月锌价易涨难跌。宏观上，海外和国内经济数据的预期可能有所反复，但降息预期将持续存在，同时海外补库效应或许还未结束。基本面驱动较多，5 月冶炼端扰动预期有望兑现，专项债对需求的提振或逐渐显性化，而库存也可能步入去库周期。单边角度，中期依然推荐逢低布局多单；套利角度，月差方面机会无多，可关注低估值下的内外反套机会。

★风险提示

宏观因素变化，地缘政治扰动，冶炼利润修复。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

孙伟东 首席分析师（有色金属）
从业资格号：F3035243
投资咨询号：Z0014605
Tel: 8621-63325888
Email: weidong.sun@orientfutures.com

联系人：

魏林峻 有色金属助理分析师
从业资格号：F03111542
Email: linjun.wei@orientfutures.com

上期所锌主力合约走势



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、前言

4 月份锌价先上涨后震荡，月初的上涨十分强势，我们认为主要原因有二：一是有色板块受宏观情绪影响整体上行，二是供应偏紧预期持续发酵，在两者共振之下，锌价在有色板块中表现也相对偏强。内外来看，伦锌涨幅大于沪锌，主要是由于 3 月海外制造业数据有所改善，而国内需求仍存在拖累项，锌价定价权重有向海外转移的迹象。展望 5 月，锌价上涨后海外矿端是否存在复产预期？冶炼扰动行进至何处？下游需求是否还能好转？去库周期将如何演绎？

2、供应端：矿端扰动边际减弱，冶炼扰动持续发酵

矿端：步入 4 月，海外矿端扰动似乎告一段落，但根据市场信息，俄罗斯 OZ 矿火灾程度略超预期，该矿在三季度复产的可能性有待观察，即便该矿顺利复产，年内产出量预计较少，因此我们将 OZ 矿的全年产出下调为 0。国内锌矿投产相对顺利，3 月中国锌精矿产量为 30.51 万吨，环比增加 8.5 万吨，3 月产量的回升主要是由于节后复工。1-3 月锌精矿累计产量为 82.8 万吨，累计同比增加 13.3%。但据贸易商所述，部分北部矿山产出较慢。此外，锌价上涨后，锌矿盈利情况有较大改善，国内矿山投产积极性提升，后续还需观察今年重点项目火烧云的出矿情况。

图表 1：24 年海外主要锌矿项目产量变化（单位：万金属吨）

矿山名称	国家	公司	状态	2024 年预计增量
Ozernoye	俄罗斯	Ozernaya Mining	4Q23 发生火灾，计划延期重启于 3Q24	15→10→0
Kipushi	刚果	Gecamines	长期停产后重启，年中达产	6→6.5
Penasquito	墨西哥	Newmont	罢工后重启	5
Buenavista Zinc. Sonora	墨西哥	Southern Copper / Grupo Mexico	1Q24 一期计划投产 10 万吨	5
Endeavor	澳大利亚	Polymetals Resources	2H24 重启生产	4
Gamsberg	南非	Vedanta	扩建后二期爬产	4
Vares	波黑	Adriatic Metals	4Q23 新建投产	3
Zhaimem	哈萨克斯坦	Glencore	投产项目爬产	2
Juancipio	墨西哥	Fresnillo plc	新建投产	2
Dugald River	澳大利亚	MMG	事故后重启	1.5
Neves Corvo	葡萄牙	Lundin Mining	计划 24 年满产	1.5→1
Aripuana	巴西	Nexa	计划于 1Q24 满产	1
Red Dog	秘鲁	Glencore/Teck/BHP	产量指引	-2
Antamina	美国	Teck	产量指引	-6
San Cristobal, Carahuacra, Ticio	秘鲁	Volcan	因许可证原因暂时停产	0→-0.9
McArthur River	澳大利亚	Glencore	暂时停产	0→-2.5
总计				42→23.6

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

5 月份，市场主要关注海外矿山的复产预期。

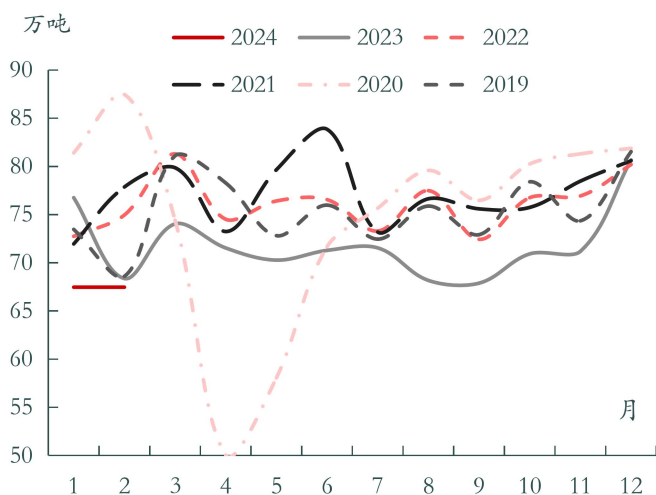
1) **锌价未至成本线，Tara 矿复产预期不足**：市场十分关注 Tara 矿的复产预期。伦锌主连目前已经涨至 2820 美元/吨左右，去年 Tara 矿停产伦锌在 2400 美元/吨左右。而根据 Boliden 的年报，2023 年 Tara 矿的 Cash Cost 从 106 美元/磅上升至 143 美元/磅，折合锌成本约为 3153 美元/吨，但这其中也有停产因素影响。我们在季报中预测，今年矿山的整体 C1 将继续上升，可能会接触 2300 美元/吨左右，Tara 矿目前位于矿山 C1 成本约 105-115 分位线上。综合来看，估算 Tara 矿的复产边际至少在 3050 美元/吨以上，且即便达到复产预期，锌价依然存在方向的不确定性，Tara 矿的复产或许还需等待锌价更上一个台阶。

2) **秘鲁 Volcan 旗下的三个锌矿已准备复产**：三个矿山于 3 月 19 日发布声明，因许可证到期原因暂停运营。4 月 17 日，Volcan 解除了这三座矿山的暂停运行，并表示将开展复产准备工作，确保有效地恢复开采工作。2023 年三座矿山锌精矿产量总计为 10.43 万吨，此次停产影响产量在 0.9 万吨左右。

3) **澳洲嘉能可旗下的 McArthur River 锌矿复产预期临近**：澳洲北部的天气在 4 月上旬时已经转好，目前天气较为温和，同时海外锌价上涨后，矿端盈利有较大上升，预计该矿复产期限不会很远。该矿去年产量为 26.2 万吨，此前我们预计该矿影响产量在 1.5 万吨左右，由于停产日期延长，预计本次影响的产量会上升至 2.5 万吨。

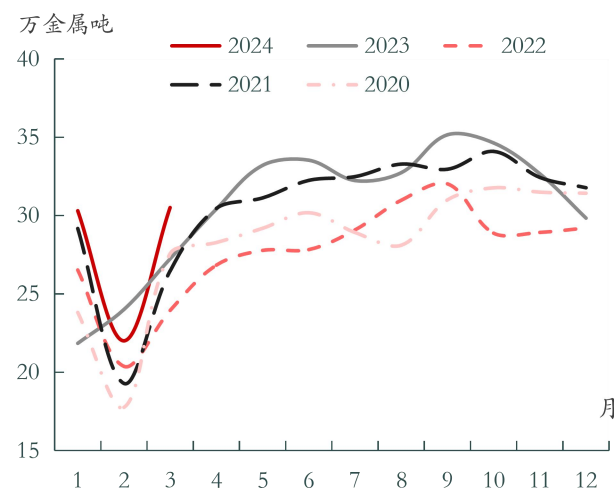
往后看，由于锌价中枢已经抬升，矿端利润有所修复，同时天气正处在厄尔尼诺转拉尼娜的真空阶段，矿端继续出现边际扰动的可能性有所减小，然当前锌价也不足以支撑锌矿大量复产，因此 5 月矿端或继续维持偏紧格局，海外锌矿相对国内或更为紧缺。

图表 2：全球锌精矿月度产量

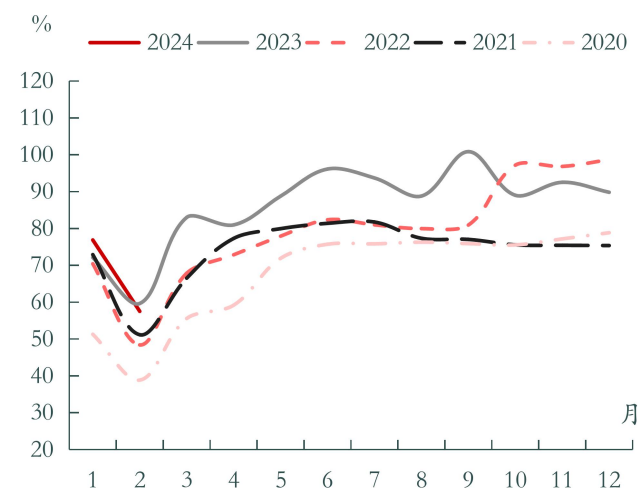


资料来源：ILZSG

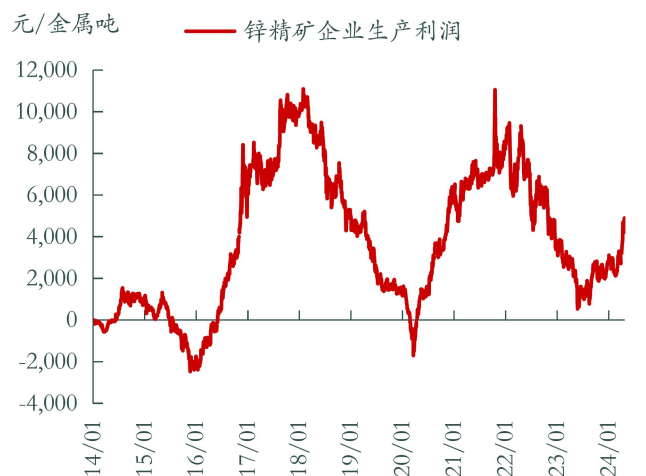
图表 3：中国锌精矿月度产量



资料来源：SMM

图表 4：中国锌精矿产能利用率


资料来源：Mysteel

图表 5：中国锌精矿生产利润


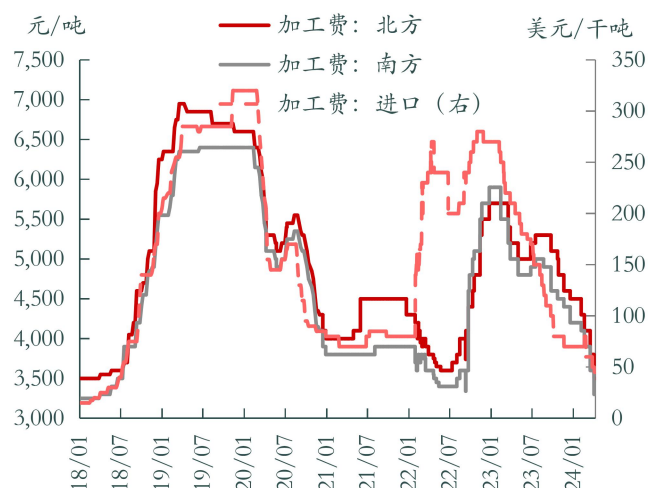
资料来源：SMM

TC 和冶炼利润：目前钢联口径的国内平均加工费在 3400 元/右，进口加工费在 45 美元/吨，分别环比 3 月底下跌约 600 元/吨和 15 美元/干吨。加工费已经突破 2022 年的最低值，继续逼近 2018 年的低点，锌冶炼端正在不断降低加工费标准以在市场中抢矿。4 月中旬传来 Teck 与韩国锌业达成 165 美元/吨的加工费长协，该价格处于历史绝对低位，但与当期现货 TC 的价差也来到了三年高位，意味着签订厂商预计矿紧格局会有望在今年剩余时间内得到松绑。

从冶炼利润来看，4 月生产利润进一步下行，从 -1000 元/吨下降至 -1550 元/吨左右；但与此同时，冶炼厂通过 28 分成获得的利润有较大提升，从 1100 元/吨上行至 1450 元/吨；副产品方面，硫酸和白银价格符合预期，继续强势上行，贡献大约 130 元/吨左右的补充利润。

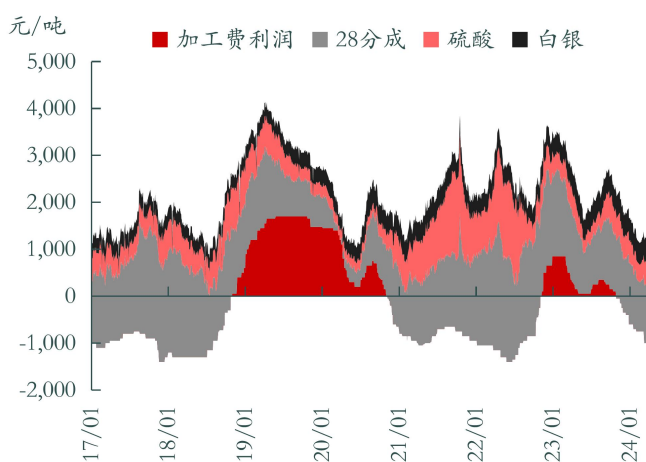
两两抵消后，副产品及 28 分成的增长不足以抵消加工费利润的下降，综合运营利润进一步下行。但不可否认的是，坚挺的锌价和副产品价格确实为冶炼厂降低加工费预留了更多空间。根据市场调研，4 月下旬市场上依然保有一定矿源，冶炼厂依然可以通过下调加工费来进行抢矿，由于 5 月矿端释放增量相对有限，且加工费下方依然存在一定空间，预计冶炼厂的抢矿格局会愈演愈烈，TC 和炼厂生产利润依然会继续下行；虽然补充利润能在一定程度上支撑炼厂运行，但检修最终或还是会因矿端供应不足而到来。

图表 6：国产和进口锌精矿加工费



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 7：考虑副产品的冶炼厂综合收益



资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

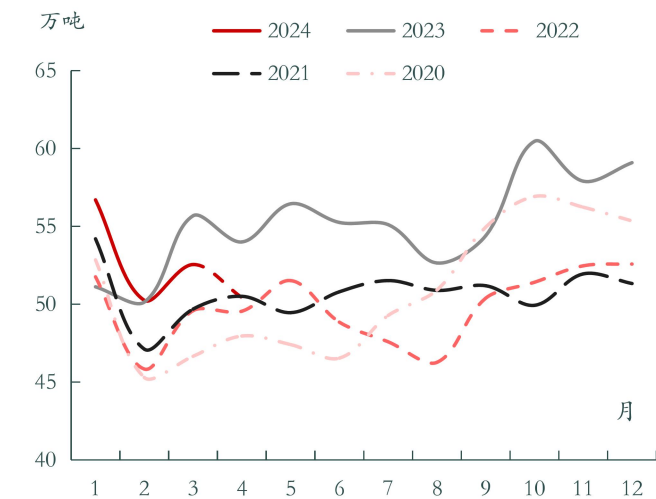
冶炼端：4月海外冶炼扰动较少，早前 Budel 和 Seokpo 的停产大概率是由于利润不佳所致，给予市场对后续冶炼扰动的信心。国内检修方面，3月国内冶炼厂复产和检修并存，其中包括一些提前检修的量，检修影响总规模约 1.69 万吨，复产规模约 2.18 万吨，总体增加 4909 吨，远不及前几年 4 万吨左右的当期复产规模，利润不佳在复产上已经有所反映。我国 4 月精炼锌产量预计为 50.43 万吨，环比 3 月减少 2.12 万吨，同比减少 3.57 万吨，可能是由于部分炼厂减产所致。二季度是冶炼亏损加深，而扰动持续发酵的阶段，在亏损扩大的背景下，预计 5-6 月国内冶炼检修会逐渐增多。由于进口窗口关闭，LME 库存去化幅度边际减缓，进口 TC 方面或面临更大的压力，海外冶炼扰动可能性也有所增大。

图表 8：2024 年海外主要新增冶炼产能统计

公司	国家	冶炼厂	24 年预计变化
Glencore	德国	Nordenham	10
Russia Copper	俄罗斯	Verkhny Ufalei	8
Vedanta Resources	印度	Vedanta	8
Penoles	墨西哥	Torreón	2
KZ	澳大利亚	Townsville	1
Kapuas Prima	印尼	Kapuas Prima	0.5
Glencore	哈萨克斯坦	Kazzinc	0.5
Nystar	荷兰	Budel	0→-2
Young Poong Corp	韩国	Seokpo	0→-4
总计			30→24

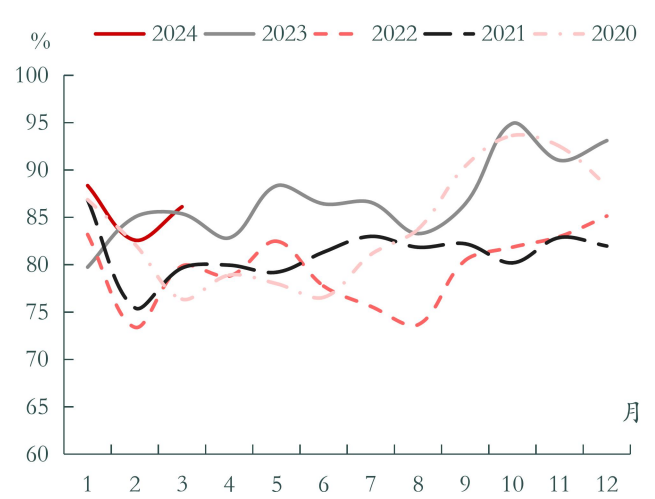
资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 9：中国精炼锌月度产量



资料来源：SMM

图表 10：中国精炼锌月度总开工率



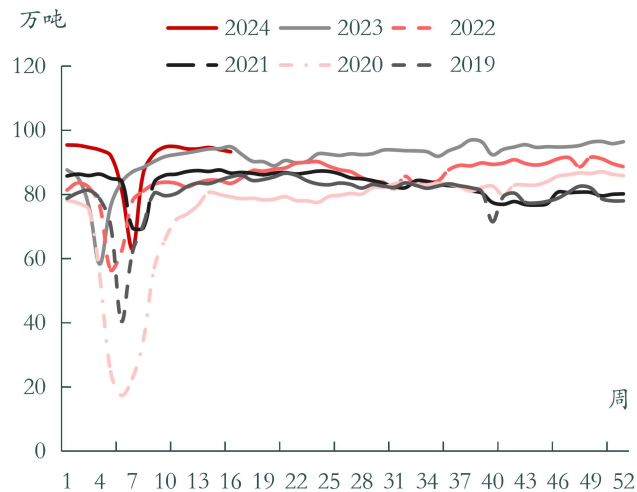
资料来源：SMM

3、初端需求：板块的结构性差异或将延续

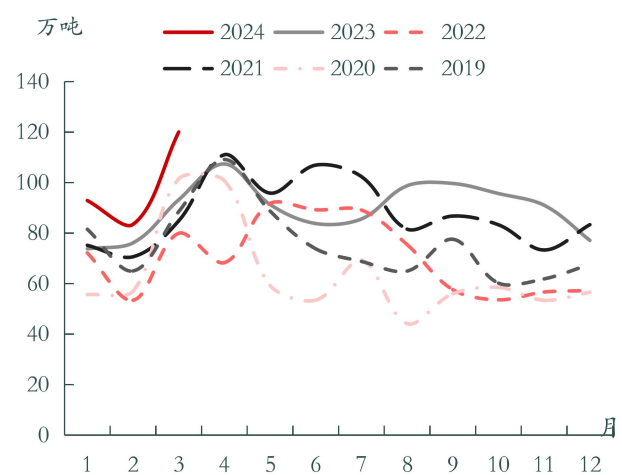
初端需求三大板块中表现最强的是氧化锌，锌合金偏弱，而镀锌生产存在结构性分化。

- 镀锌：**年初至今，镀锌板卷的产量位于历史高位，即便是假期阶段开工依旧强劲，侧面反映出今年镀锌板卷的订单相对旺盛。镀锌板卷的出口远超预期，3月镀锌板出口量为120万吨，环比增加43.8%，同比去年同期增加25.4%；1-3月份累计出口量为296.4万吨，累计同比增加19%。从出口地来看，韩国、菲律宾和泰国分别占13.1%、9.6%和9.2%，三者总计占比接近三分之一，东南亚地区进口依旧偏强，提供了最主要的需求增量。
- 镀锌管和镀锌结构件**产量表现相对偏弱，春节至今的产量处于历史偏低水平，可能是由于水利管网和地产侧需求偏弱的缘故。库存方面，4月以来原料和成品库存均有下降，成品库存已在历史低位运行，原料库存趋势向下，但考虑到五一假期预计镀锌厂由于天气和利润原因放假较多，目前库存的低位运行可能还会维持一段时间，后续需要观察专项债释放的节奏和政策端可能带来的提振效应。

图表 11: 钢厂镀锌板卷季节性产量

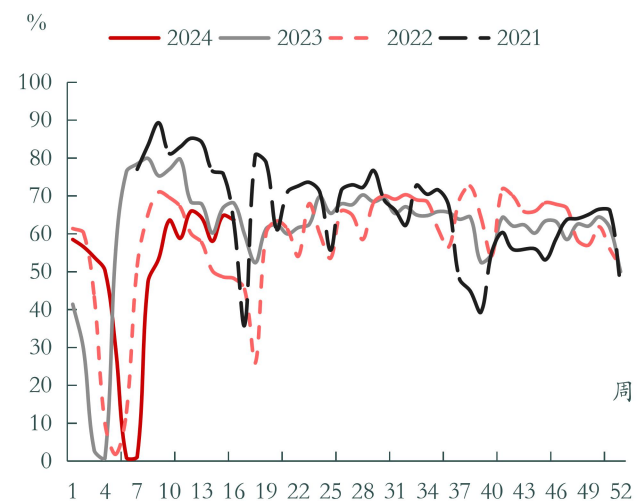


图表 12: 镀锌板卷出口量

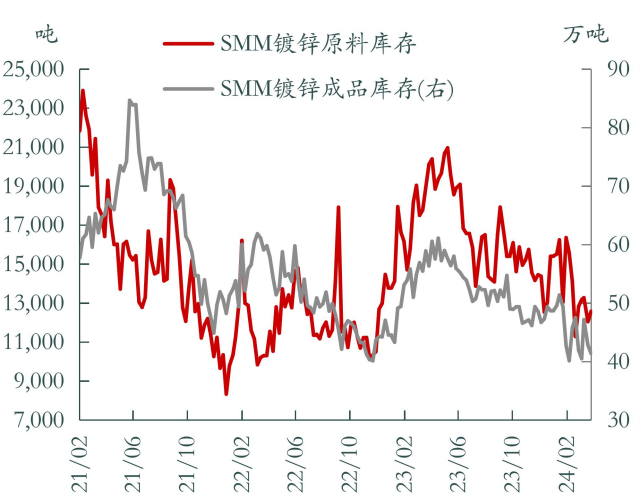


- 镀锌管和镀锌结构件产量表现相对偏弱，春节至今的产量处于历史偏低水平，可能是由于水利管网和地产侧需求偏弱的缘故。库存方面，4月以来原料和成品库存均有下降，成品库存已在历史低位运行，原料库存趋势向下，但考虑到五一假期预计镀锌厂由于天气和利润原因放假较多，目前库存的低位运行可能还会维持一段时间，后续需要观察专项债释放的节奏和政策端可能带来的提振效应。

图表 13: 镀锌管和镀锌结构件开工率

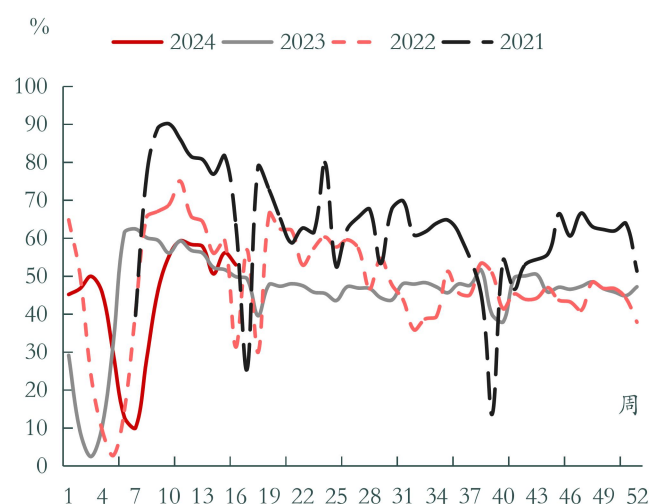


图表 14: 镀锌原料和成品库存



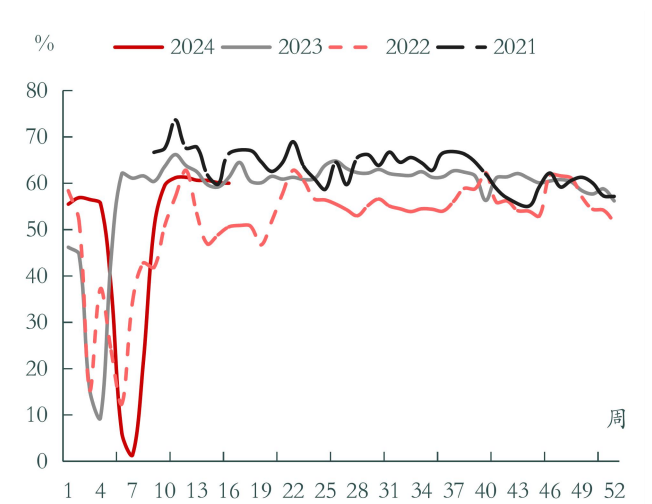
- 锌合金：**今年一季度锌合金的开工率有所下滑，一方面是由于压铸订单表现平平，消费不及预期，另一方面是由于产能过剩，4月锌价上涨后部分小厂停产，产量小幅缩减。出口方面，锌合金3月出口略有上升，但同比去年有所下降，主要是由于此前沪伦比维持高位，国内锌合金低价的优势减小。放眼5月，虽然沪伦比有所回落，但下游订单依旧疲软，节前还有提前放假情况，预计锌合金侧仍会偏弱运行。
- 氧化锌：**氧化锌企业订单表现较好，主要依靠下游胎企带动需求，饲料级和电子级氧化锌需求偏稳运行，而陶瓷级氧化锌由于地产偏弱而形成拖累。但综合来看，氧化锌依旧是锌初端下游中表现最好的领域，五一假期氧化锌企业放假较少，且目前已有部分省市开展“以旧换新”政策，后续可以期待政策覆盖更多地区，预计5月氧化锌开工仍会偏强运行。

图表 15：压铸锌合金开工率



资料来源：SMM

图表 16：氧化锌开工率



资料来源：SMM

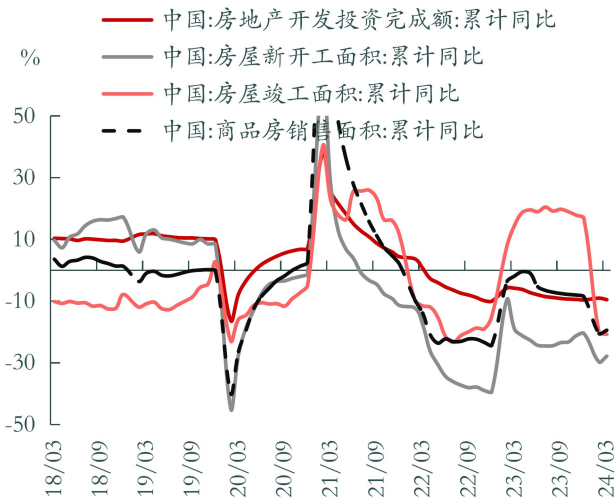
4、终端需求：以旧换新率先拉动供应，静候专项债落地提振需求

4月终端需求改善幅度有限，5月需重点关注地产、基建和家电侧需求的变化：地产有继续边际走弱可能，“以旧换新”政策对家电供应侧的拉动先于需求侧，后续需静候5-6月专项债落地后的需求释放。

- 地产：**地产是锌下游需求主要的拖累项，但市场预期的差异较大，后续地产侧需求的边际变化显得尤为重要。锌主要用于地产的竣工和施工端，3月地产数据依然疲弱，地产施工面积累计同比从1-2月的-29.7%边际回升至-27.8%，竣工面积累计同比进一步下滑，从1-2月的-20.2%下降至-20.7%，绝对量均有显著下滑。往后看，地产依然有边际走弱的可能，主要是由于新开工到竣工的施工时间有所延长，同时考虑到目前悲观的销售数据，房企紧张的现金流情况可能掣肘积压竣工的进程，但总体走弱的幅度或许不会很大。

- 基建：**3月全国三大广义基建投资累计同比增速为8.75%，增速同比去年同期下滑2.06个百分点，环比1-2月下滑0.21个百分点，投资增速总体放缓。其中，1-3月电热板块累计同比增长29.1%，是十年来累计同比的最高增速，表现十分强劲；水利管网累计同比增长0.3%，年初以来几乎无显著增量；交运累计同比增长7.9%，三月增速有所下滑，但依旧维持正增长。**往后看，结构上，我们认为电力和水利侧项目会有动态增补的可能；节奏上，我们维持基建侧需求有望在二季度后期释放的观点，5月专项债发行速度加快，落实至锌需求的节点或许在6月下旬-7月左右。**

图表 17：房地产分板块累计同比



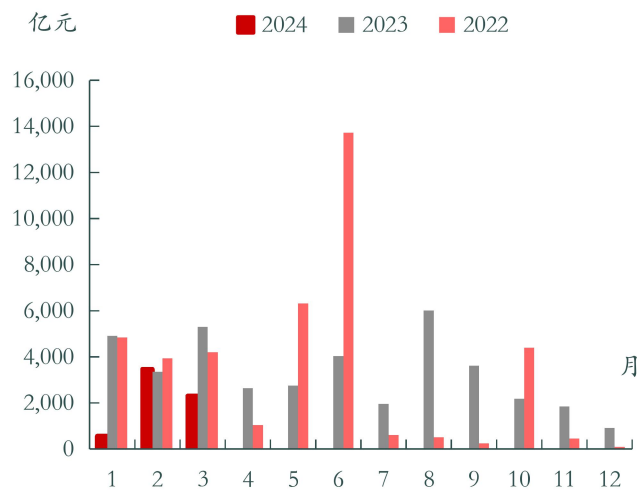
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18：广义基建三大分项累计同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 19：近三年新增地方专项债规模（月度）



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

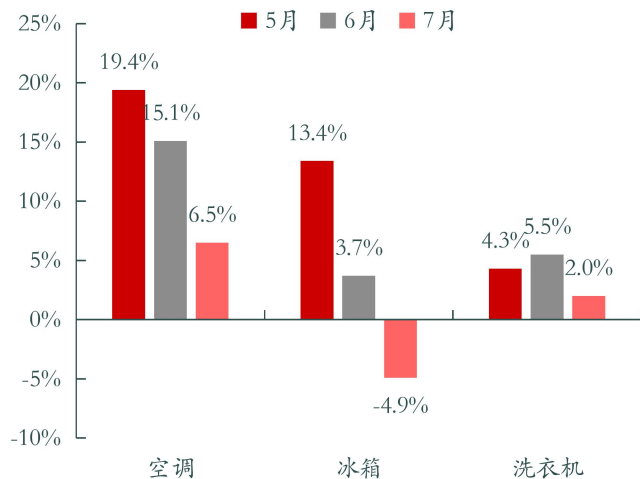
图表 20：二季度各省市专项债计划发行统计

单位：亿元	4月	5月	6月
四川	500	700	
浙江		500	319
安徽	100	400	300
江西	239	300	249
吉林	100	50	20
新疆	50	100	54
海南	150		100
甘肃	60	98	50
其他	782	2112	3207
合计	2288	4586	4299
二季度合计	11173		

资料来源：Wind，中国债券信息网，东证衍生品研究院

- 家电：**根据产业在线，家电5月的排产数据表现较强，空调和冰箱继续维持较高增速，但环比较4月排产增速有所降低，洗衣机维持稳增长，主要是由于去年同期基数较低。在“以旧换新”政策的支持和海外需求旺盛的刺激下，家电行业生产积极性较高，但终端消费还未激活，成品库存普遍偏高，后续生产增速可能边际放缓。目前已有部分地区开展“以旧换新”政策，但另有一些地区还未落实推行，后续需观察成品去库速度，来判断家电侧耗锌需求是否有边际转强驱动。

图表 21：5-7 月家电排产当月预计同比增速



资料来源：产业在线，东证衍生品研究院

图表 22：家电“以旧换新”耗锌量测算

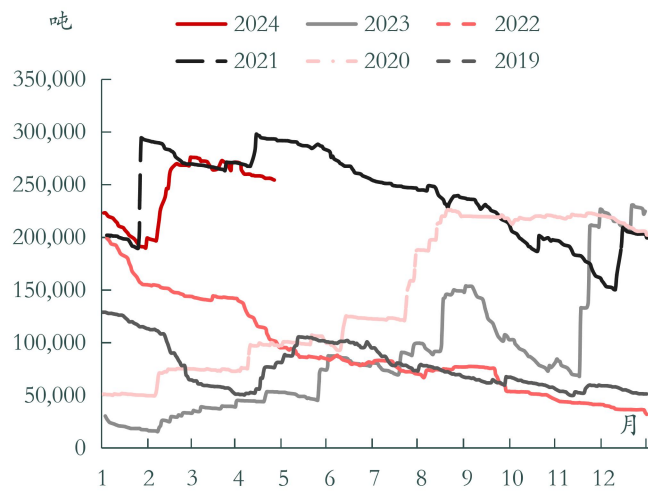
项目	测算结果
去年家电总销量（万台）	44,577.6
去年锌锭消费总量（万吨）	692
家电估算耗锌量占比	14%
家电耗锌总量（万吨）	96.9
家电平均耗锌量（Kg/台）	2.2
以旧换新拉动销量（万台）	9000
四年锌锭需求总量（万吨）	19.6
预计 24 年拉动的需求增速	6.6%

资料来源：东证衍生品研究院

5、库存端：海外去库相对顺利，国内拐点仍需观察

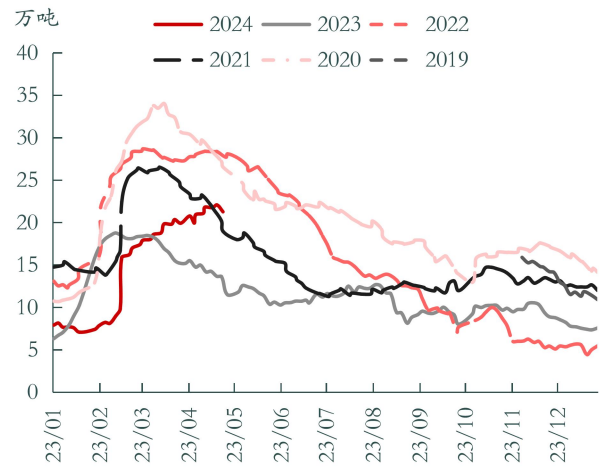
4月新加坡地区并没有发生集中交仓，LME 库存正处在从高位逐渐去化的过程中。在进口窗口关闭后，海外高库存暂时无法转嫁至国内，但其去库速度几乎没有放缓。4月欧美 PMI 数据整体不及预期，可能对海外的顺利去库造成一定的扰动。国内方面，保税区锌锭有所累积，但总体累库幅度不大，主要是由于沪伦比下滑后，下游贸易商对伦锌的偏好程度减弱。4月25日，国内七地社库扭增为减，大部分地区的库存均有去化，且本次去库幅度较上期有所扩大。然而，由于4月需求改善幅度有限，而节前现货成交有所转好，本次去库更可能是节前下游备货意愿较强所致，且考虑到镀锌和锌合金侧存在放假预期，库存拐点仍需节后消费验证。另外，5月份需求可能存在逐步释放的过程，即便当前出现去库拐点，短期内去库速度也不会太快，仍需等待需求侧显性化的改善。

图表 23: LME 库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 24: 国内七地锌锭库存

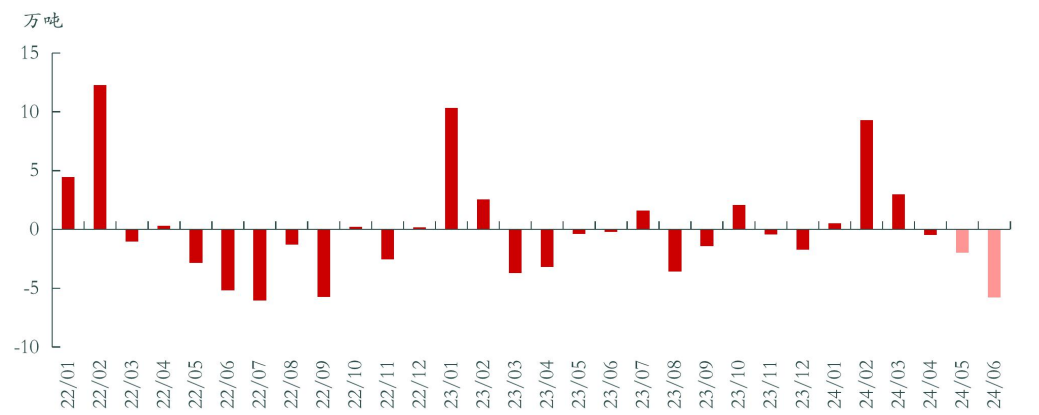


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

6、投资建议

4 月锌价拉涨后高位震荡, 即便需求侧偏弱, 但我们依旧认为 5 月锌价易涨难跌。宏观上, 海外和国内经济数据的预期可能有所反复, 但降息预期将持续存在, 同时海外补库效应或许还未结束。基本面边际改善的驱动较多, 5 月冶炼端扰动预期有望兑现, 专项债对需求的提振或逐渐显性化, 而库存也可能步入去库周期。单边角度, 中期依然推荐逢低布局多单; 套利角度, 月差方面机会无多, 可关注低估值下的内外反套机会。

图表 25: 精炼锌月度供需平衡表



资料来源: ILZSG, SMM, 国家统计局, 安泰科, 东证衍生品研究院

6、风险提示

宏观因素变化, 地缘政治扰动, 冶炼利润修复。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com