

热点报告—锌

供应扰动兑现，但需谨慎追多

走势评级： 锌：震荡
报告日期： 2024 年 3 月 7 日

★事件概述

韩国 Young Poong Corp 表示，该公司已将其 Seokpo 锌冶炼厂的产量削减了五分之一，并补充称，停工问题很快会得以解决，市场有关该冶炼厂可能完全关停的猜测是不正确的。

★事件分析

从短期来看，Seokpo 的减产对海外锌锭供应的影响相对较小。由于 LME 库存目前在 27 万吨的高位，叠加今年海外冶炼端投产较多，海外依旧存在较大的库存压力，短期内供过于求的格局难改。长期来看，该矿减产在一定程度上验证了市场预期，使得远期供需的偏紧预期更加实质化。市场已经将矿紧的预期逐渐推演至冶炼端，而从 YP 财务数据堪忧推断，减产可能是由于利润不佳所致，对预期形成侧面印证。若冶炼产能持续压减，则可能对全年锌锭过剩的预期产生较大影响。

★后市展望

加工费方面，进口货源或在 3 月流入国内，而需求处于平稳运行状态，库存依然在缓慢增加，短期内加工费或还是呈偏弱走势，锌价依然存在加工费和成本端的双重支撑。冶炼端方面，目前炼厂生产利润亏损幅度持续走扩，因此冶炼端目前处于温水煮青蛙的状态，此前冶炼厂扰动在 5 月前后逐渐兑现的预期不变。

★投资建议

冶炼厂扰动与宏观预期变化在短期内利多锌价，但上行高度最终还是会锚定于需求，在需求侧温和运行的背景下，强预期与弱现实的差异会限制锌价的上行空间。同时 23 年的 70% C1 分位线在 2600 美元/吨左右，对应沪锌约在 21500 元/吨左右。考虑到 24 年矿端成本线或许还会上移，我们认为锌价上方的边际安全区间已不大。交易方面，当前点位不建议追多，同时建议此前有多头仓位的投资者可以逐步止盈。

★风险提示

炼厂停产扰动，宏观不确定因素影响。



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：Z0024605
Tel: 63325888-3904
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、事件概述

韩国 Young Poong Corp (YP) 表示, 该公司已将其 Seokpo 锌冶炼厂的产量削减了五分之一, 并补充称, 停工问题很快会得以解决, 市场有关该冶炼厂可能关闭的猜测是不正确的。3 月 6 日, 伦锌收涨约 2.21%, 报 2490.5 美元/吨; 3 月 7 日, 沪锌主力合约高开高走, 截至午后收盘涨 200 元/吨, 涨幅达 1.52%, 报 21070 元/吨。

2、事件分析

昨夜伦锌大涨, 今日沪锌主力合约高开高走。从消息面来看, 韩国冶炼厂的减产是显性利多因素。Seokpo 是全球第六大锌冶炼厂, 年产量约 40 万吨, 2018 年 Young Poong 旗下的韩国锌业 (Korea Zinc) 和 YP 两家公司的锌产量占韩国锌总产量的 87%。此前有传言该炼厂可能由于矿端短缺而完全关停, 本次公司发言人对该消息进行辟谣, 并称此次停工问题将很快得到解决。但此前 Seokpo 曾因伪造排放数据而被韩环境部起诉, 且自去年 12 月以来, 炼厂发生员工因接触到疑似含砷气体而死亡的事故, 因而公司风评整体欠佳。

从短期来看, Seokpo 的减产对海外锌锭供应的影响相对较小, 更可能对韩国本土锌产业链产生影响。由于 LME 库存目前在 27 万吨的高位波动, 叠加今年海外冶炼端投产较多, 海外依旧存在较大的库存压力, 短期内供过于求的格局难改。

但长期来看, 该矿减产在一定程度上验证了市场预期, 使得远期供需的偏紧预期更加实质化。即年初至今以来, 市场对矿紧锭松的大背景形成一定共识, 且国内与进口 TC 保持相对一致的下降节奏, 因此将预期普遍推演至矿端偏紧格局逐渐传导至冶炼端。从 YP 的财务数据来看, YP2023 年收入同比下滑 15%, 净利润为负, 很可能是由于 TC 持续偏低导致的利润缩水。因此, 从财务数据可以推断出, 该冶炼厂的减产可能也是由于利润不佳所致。总体来看, 我们略微下调 24 年全球冶炼端的产能投放预期, 若冶炼产能持续压减, 则可能对全年锌锭过剩的预期产生较大影响。

除了冶炼端的新扰动之外, 锌价的上涨也有宏观面的支撑。海外方面, 美联储表态在今年某个时点可能降息, 同时 ADP 数据录得 2023 年 12 月以来最大增幅, 市场在交易降息预期做出偏乐观的反应。国内方面, 昨日央行行长表态: 后续仍有降准空间; 两会延续去年的大方向, 维稳了今年的基建预期, 并将继续刺激家电与汽车消费, 对今年锌的需求形成积极预期; 基本面方面, 节后需求逐渐回暖, 开工率持续回升, 而国内无论是社库还是保税区库存累库幅度均偏低, 同样对锌价上行形成一定支撑。

图表 1: Seokpo 部门 2023 年产能情况

单位: 公吨	品种	2023 年产能	2018 年产量
Seokpo	锌锭	400000	332691
	硫酸	728000	696353
	硫酸铜	1830	1216
	阴极铜	3000	2786
	银副产品	46000	26008

资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

图表 2：全球 2024 年冶炼端产能变化梳理

公司	国家	冶炼厂	24 年预计变化 (万吨)
Glencore	德国	Nordenham	10
Russia Copper	俄罗斯	Verkhny Ufalei	8
Vedanta Resources	印度	Vedanta	8
Penoles	墨西哥	Torrecon	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
Young Poong Corp	韩国	Seokpo	-4
总计			26

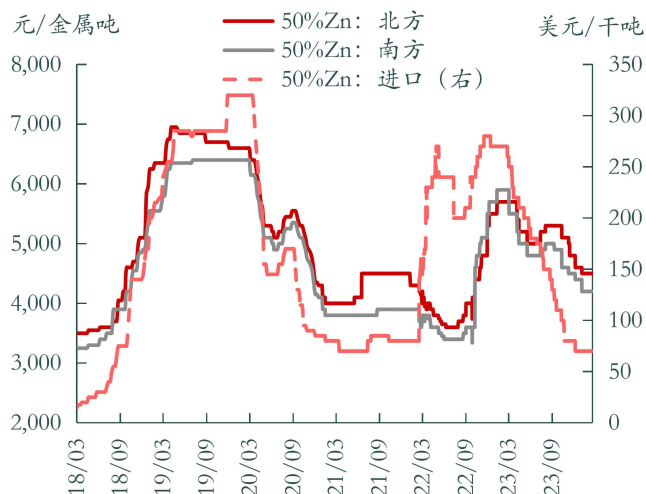
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院（注：不完全统计）

3、后市展望

从当前基本面来看，2 月下旬进口窗口短暂开启，进口货源或在 3 月流入国内，可能会继续对加工费形成压制。同时需求端来看，初端下游整体开工率已经基本回升至节前水平，终端需求中，地产和制造业形成明显的景气度差异。整体来看，需求处于平稳运行状态，但现货成交力度不强，库存依然在缓慢增加，因此短期内加工费或还是呈偏弱走势，锌价依然存在加工费和成本端的双重支撑。

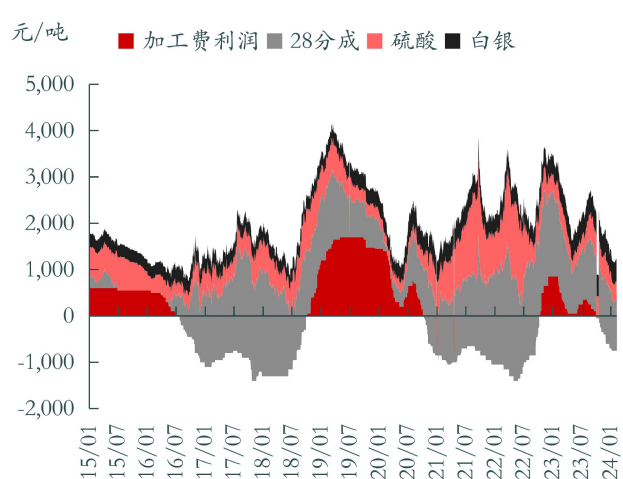
冶炼端方面，由于加工费持续下跌，目前冶炼厂不考虑副产品的生产利润已经转负，亏损幅度在 400 元/吨左右。目前冶炼厂考虑硫酸和白银等副产品后的总利润依然为正，但生产利润亏损幅度持续走扩，因此冶炼端目前处于温水煮青蛙的状态，此前冶炼厂扰动在 5 月前后逐渐兑现的预期不变。

图表 3：国内与进口锌精矿加工费



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

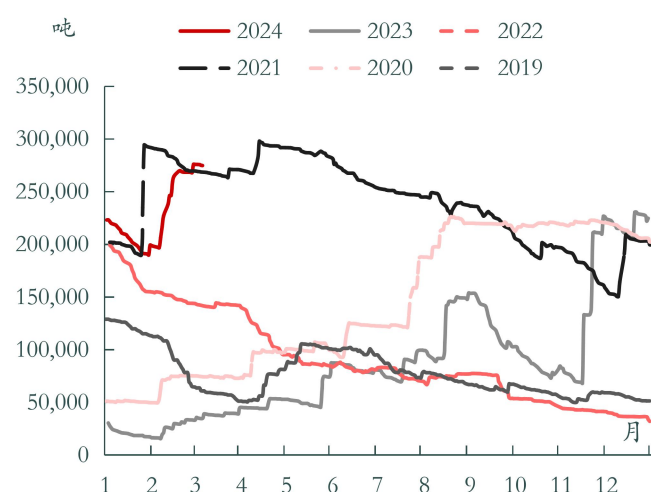
图表 4：考虑副产品的冶炼厂综合收益



资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

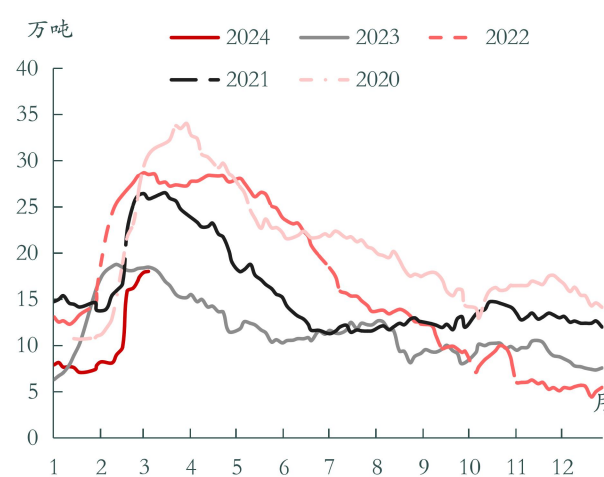
LME 库存已在 2 月底出现拐点，由于目前 LME cash 贴水探至历史低点且还有持续走扩迹象，再次出现大幅度交仓的可能性较低；而国内消费旺季到来，内强外弱格局延续，3 月冶炼厂检修偏多且社会库存偏低，或还是会依赖进口锌锭补充，当前进口窗口并未完全打开，预计后续海外库存会以偏慢的速度进入国内消化。

图表 5: LME 库存季节性变化



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 6: 国内七地库存季节性变化



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

4、投资建议

节后沪锌主连反弹至今累计涨幅已接近 5%，技术面上今年首次突破布林线上轨。冶炼厂扰动与宏观预期变化在短期内利多锌价，但上行高度最终还是会锚定于需求，在需求侧温和运行的背景下，强预期与弱现实的差异会限制锌价的上行空间。同时根据 CRU，23 年 70% C1 分位线在 2600 美元/吨左右，对应沪锌约在 21500 元/吨左右。去年 6 月伦锌跌破该价格后，陆续出现大矿停产。考虑到 24 年矿端成本线或许还会上移，我们认为锌价上方的边际安全区间已不大。

策略方面，此前市场较为关注旺季需求走强和偏低的库存水平，因此多以正套逻辑看待锌市，但近日我们观察到月差逐渐收窄，一方面可能是因为此前正套点位走高，到达部分投资者的止盈点；另一方面可能是由于近月开工回升速度偏慢，需求边际走强不及预期，同时市场将冶炼扰动兑现的预期延期至较远月份。总体来看，若消息面没有更多持续性的刺激，锌价上行动能渐弱，当前点位不建议追多，同时建议此前有多头仓位的投资者可以逐步止盈。

5、风险提示

炼厂停产扰动，宏观不确定因素影响。

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