矿冶扰动持续，需求回升可期

东方证券 ORIENT SECURITIES 期货

走势评级： 锌：看涨

报告日期： 2024 年 3 月 29 日

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

★供应端

23 年矿端产量兑现多不及预期，促成 24 年矿紧锭松格局。由于部分矿品味下降、海外矿山扰动频发，今年海外锌精矿产出或不及预期，预计同比增量约为 25 万吨。国内矿端增量主要为火烧云矿，预计国内锌精矿同比增量约在 6 万吨左右。

一季度海外冶炼亦有扰动，国内冶炼投产相对顺利，但 TC 下行而冶炼利润持续亏损，今年海内外冶炼投产或不及预期，预计全年全球精炼锌产出同比增加 37 万吨。低利润下二季度后期冶炼端可能出现更多检修，届时海外锌锭有望流入国内实现消化。

★需求端

终端需求分化显著，开工至竣工的传递周期即将走完，地产拖累将逐渐显性化；基建侧二季度专项债将逐渐发力，电力侧可能存在潜在增量；在政策利好和外需复苏共振下，家电和汽车板块或维持稳增长态势，但同比增速略有放缓；外需以复苏为主，东南亚地区为主要增量，而欧美需求增速将低于平均预期。

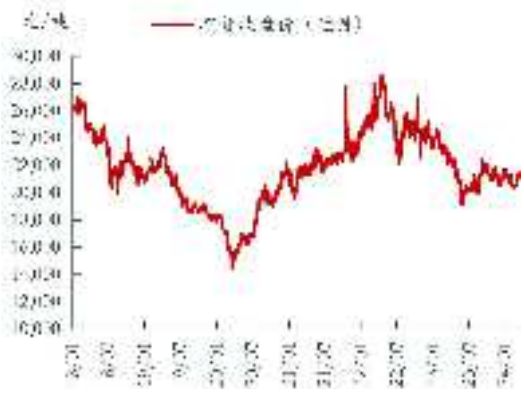
★投资建议

全年精炼锌供应过剩 27 万吨，锌价承压但下方成本支撑坚挺。关键点在于二季度能否实现相对平滑的去库，我们认为目前基建侧发力甚微，且可能存在潜在增量，家电和汽车或能实现稳增长，总体对冲部分地产走弱带来的减量，对待后续的去库可以持谨慎乐观态度。锌价二季度的上行动能主要在于冶炼扰动预期和降息周期开启，时间上可能在 5 月前后，但上行阈值仍会锚定于需求。节奏上，短期内锌价可能由于国内超预期累库和下游需求偏弱而维持宽幅震荡，而中期冶炼的预期扰动和宏观利好可能交替成为主导锌价的关键因素。总体而言，我们预计二季度锌价可能上演先震荡后上行的行情，建议投资者以偏多思路对待。策略角度，单边建议中期逢低布局多单，套利建议关注期限正套机会和内外反套机会。

★风险提示

宏观因素扰动，进口不及预期，需求显著回暖，冶炼端利润修复。

上期所锌主力合约走势



有色金属

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。

目录

1、行情回顾.....5
2、供应端.....5
2.1、矿端：海外扰动频发，矿紧格局加深.....5
2.2、冶炼端：利润压至低点，静候冶炼减产.....9
2.3、矿冶平衡与进出口：矿紧锭松，进口间歇性开启.....12
3、需求端.....14
3.1、建筑拖累逐渐显性化.....14
3.2、基建托底作用可期.....15
3.3、汽车增速放缓.....18
3.4、家电维持稳增长.....19
3.5、海外需求：复苏为主线，降息为拐点.....20
4、库存端：海外高库存或将转嫁国内.....21
5、投资建议.....22
6、风险提示.....24

图表目录

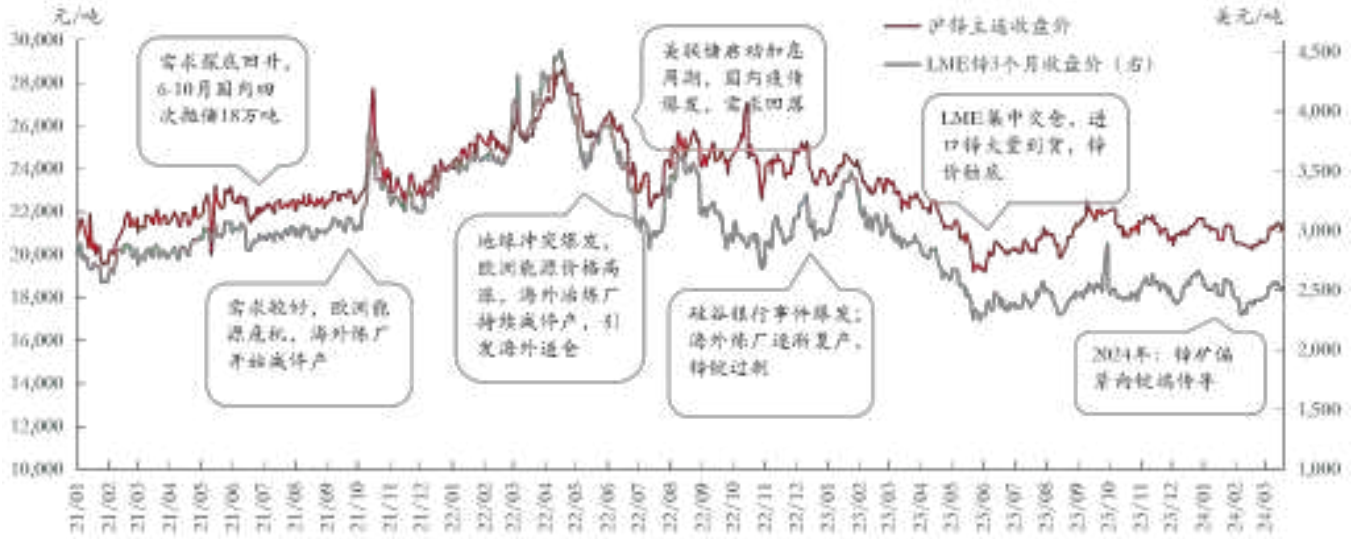
图表 1：沪锌及伦锌价格走势回顾 5
图表 2：24 年海外主要锌矿项目产量变化（单位：万金属吨） 6
图表 3：海外头部矿企已披露的 2024 年产量指引 7
图表 4：海外主要矿企锌精矿产量 8
图表 5：部分即将关停矿山产量变动 8
图表 6：Boliden 披露的全球矿山成本线 8
图表 7：部分头部企业现金成本与 2024 年指引 8
图表 8：全球锌精矿月度产量 9
图表 9：中国锌精矿月度产量 9
图表 10：2024 年国内主要新矿产能变化（注：非完全统计） 9
图表 11：2024 年海外主要新增冶炼产能统计 10
图表 12：全球精炼锌月度产量 10
图表 13：中国精炼锌月度产量 10
图表 14：2024 年国内主要精炼锌产能变化统计 11
图表 15：锌精矿加工费 12
图表 16：考虑副产品的冶炼厂综合收益 12
图表 17：锌精矿月度进口量 13
图表 18：锌精矿进口盈亏 13
图表 19：精炼锌月度进口量 13
图表 20：精炼锌进口盈亏 13
图表 21：锌精矿年度供需平衡表 14
图表 22：房地产分板块累计同比 15
图表 23：建筑业 PMI 及部分分项 15
图表 24：近三年新增地方专项债规模（月度） 16
图表 25：基建及三大分项累计同比增速 16
图表 26：二季度各省市专项债计划发行统计 16
图表 27：重点企业基建类新签合同额同比增速 16
图表 28：钢厂企业镀锌板卷周度产量 17
图表 29：SMM 镀锌产量 17
图表 30：镀锌卷板社库和钢厂总库存 17
图表 31：镀锌板卷出口量 17
图表 32：乘用车产销同比增速 18
图表 33：氧化锌季节性产量 18
图表 34：白色家电产销同比增速 19

图表 35：二季度家电排产当月预计同比增速 19
图表 36：美欧日制造业 PMI 20
图表 37：美欧日零售销售额同比增速 20
图表 38：东南亚国家制造业 PMI 21
图表 39：涂镀板季节性出口量 21
图表 40：LME 库存 21
图表 41：国内七地锌锭库存 21
图表 42：LME 现货升贴水（0-3） 22
图表 43：上海保税区锌锭库存 22
图表 44：锌精矿月度供需平衡表 23
图表 45：精炼锌月度供需平衡表 23
图表 46：精炼锌年度供需平衡表 24

1、行情回顾

一季度，锌价延续去年下半年以来的宽幅震荡，总体呈双“V”型走势，表现内强外弱。分月份来看，1 月锌价跟随宏观情绪波动，随着市场修正降息预期、央行宣布超预期降准、海外四季度经济数据好于预期，锌价第一次探底回升。2 月由于假期因素，节前终端需求走弱而海外集中交仓，且前期低加工费透支一部分补库需求，锌价承压回落；但下方成本支撑较为强劲，而节后的边际需求回升使锌价小幅回升，构成了第二个底部。3 月锌价冲高回落，主要原因是四个海外矿山减停产，部分海外炼厂减产，矿冶扰动加剧，但下游需求未显著改善，偏弱的现实需求最终限制锌价走高。展望二季度，后续矿紧锭松格局将如何变化？冶炼扰动预期又将在何时落地？强预期与弱现实间的节奏差又会如何在锌价上得到演绎？

图表 1：沪锌及伦锌价格走势回顾



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、供应端

2.1、矿端：海外扰动频发，矿紧格局加深

去年下半年以来，全球锌精矿供应维持偏紧格局。根据 ILZSG 统计，2023 年全球锌精矿产量 1229.2 万吨，较 2022 年减少 16.8 万吨（YoY-1.35%），全球供应偏紧，主要是由于矿山利润下滑导致减停产、新投产不及预期增多、矿品味下降，以及罢工、天气、事故等扰动较多。海外主要矿企年产量合计 463.7 万金属吨，同比减少 2.9%，连续第二年下降，产量兑现整体不及预期。2024 年 1 月，全球锌精矿产量 67.5 万吨，环比减少 13.2 万吨，同比减少 9.3 万吨（YoY-12.1%），锌矿产量维持偏弱态势。

一季度，海外矿端的扰动主要来自 2 月俄罗斯的 OZ 矿延期复产、3 月秘鲁三个矿山停产和嘉能可位于澳洲的 McArthur River 矿停产。OZ 矿计划年产量为 35 万吨，是 24 年最大的矿端增量项目，去年 11 月该矿突发火灾，该公司于 2 月 5 日宣布，原定 2Q24 的计划再度延期至 3Q24，满产时间推迟至 2025 年。目前该矿已将矿石整合收集，为投产做提前准备，预计 OZ 矿延期投产对全年海外矿产量的影响在 5 万吨左右。三月中旬，Volcan 宣布，由于许可证原因，暂停位于秘鲁中部的 San Cristobal、Carahuacra 和 Ticlio 矿山的运作，最长可达 30 天。2023 年这三座矿山锌精矿产量总计 10.43 万吨，预计此次停产影响产量在 1 万吨左右。3 月 21 日，嘉能可宣布由于飓风影响，暂时停止位于澳洲北部的 McArthur River 矿。该矿去年产量为 26.2 万吨，根据当地天气预报和考虑到后续需排除道路堵塞等，推测矿山的恢复至少需要等到 4 月上旬，按日期估算影响的产量大约在 1.5 万吨。此外，Lundin 的 Neves-Corvo 因事故停产，但未明确影响产量；Gécamines 旗下刚果新矿复产进度较快，原 3Q24 投产计划提前至 2Q24。值得注意的是，一季度矿山扰动虽多，但除 OZ 矿外，其余事件持续性均较弱，且原因多为季节性扰动和外部因素，而并非是公司运营问题。

图表 2：24 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
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	Souyhern 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
Zhairem	哈萨克斯坦	Glencore	投产项目爬产	2
Juanicipio	墨西哥	Fresnilloplc	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、Ticlio	秘鲁	Volcan	因许可证原因暂时停产	0→-1
McArthur River	澳大利亚	Glencore	暂时停产	0→-1.5
总计				42→34.5

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

从海外矿企披露的产量指引来看，除 Nexa 外，其余披露产量指引的矿商 2023 年的产量或是不及预期，或是靠近产量指引的下限，产量兑现情况不佳。大部分企业 2024 年的产量指引同比 2023 年有所增加，但提升幅度相对较小，目前已披露头部企业的新增产量总计大约在 7.7 万吨左右。从减量来看，Teck 和 BHP 预期降幅较大，主要是由于 Teck 的 Red Dog 矿区和两者共有矿山 Antamia 矿石品味有所下降。总体来看，2024 年矿端新增产量大约为 34.5 万吨，但考虑到资金成本较高，且矿端扰动事件频发，预计 70%的项目能够顺利达产，海外锌精矿增量在 25 万吨左右。

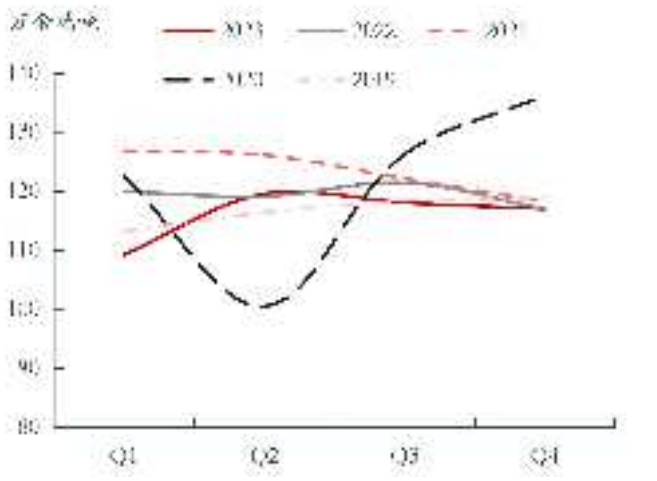
图表 3：海外头部矿企已披露的 2024 年产量指引

公司和项目	2022	2023	23 年同比增速	2024F	同比变化 F	同比增速 F
Nexa	**296.4**	**333**	***12.3%***	**323-381**	***-10~+50***	***5.7%***
Cerro Lindo	84.4	78	*-7.6%*	73-86	*-5~+8*	*1.9%*
El Porvenir	51.5	56	*8.7%*	51-57	*-5~+1*	*-5.4%*
Atacocha	9.5	8.2	*-13.7%*	8-9	*-0.2~+1*	*22.0%*
Vazante	131.5	146	*11.0%*	130-148	*-16~+2*	*-5.8%*
Morro Agudo	18.6	23	*23.7%*	18-23	*-5~0*	*-13.0%*
Aripuanã	0.7	22	*3042.9%*	42-57	*-20~35*	*-2.3%*
Ludin Mining	**158.9**	**185.2**	***16.6%***	**195-215**	***+10~+30***	***10.7%***
Neves-Corvo	82.4	108.8	*32.0%*	120-130	*+11~+21*	*14.9%*
Zinkgruvan	76.5	76.3	*-0.3%*	75-85	*-1~+9*	*4.8%*
Teck	**650.5**	**644**	***-1.0%***	**565-630**	***-76~-14***	***-7.2%***
Antamina	97.4	104.2	*7.0%*	45-60	*-60~-45*	*-49.6%*
Red Dog	553.1	539.8	*-2.4%*	520-570	*-20~+30*	*1.0%*
MMG	**224.6**	**203.5**	***-9.4%***	**225-250**	***-22~+47***	***16.7%***
Dugald River	173.4	151.8	*-12.5%*	175-190	*+25~+40*	*20.2%*
Rosebery	51.2	51.6	*0.8%*	50-60	*-2~+8*	*6.6%*
Gelncore	**939**	**919**	***-2.1%***	**900-950**	***-19~+31***	***0.7%***
BHP	**122.9**	**125**	***1.7%***	**85-105**	***-40~-20***	***-24.0%***
Grupo Mexico	**60**	**65.5**	***9.2%***	**117.8**	***+50***	***79.8%***
South32	**62.2**	**57.8**	***-7.1%***	**62**	***+5***	***7.3%***
Newmont Goldcorp	**171**	**104.3**	***-39.0%***	**111**	***+7***	***6.4%***

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

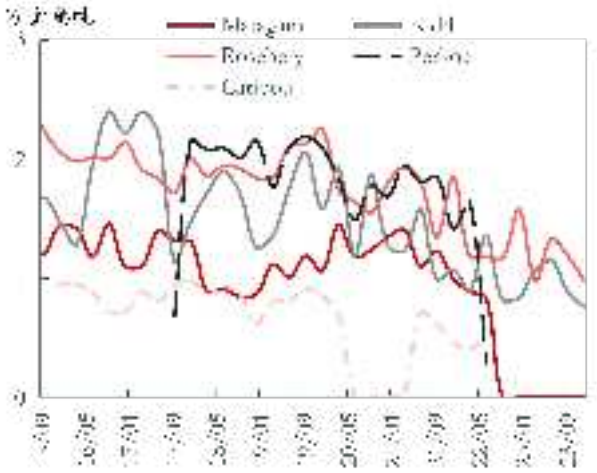
值得注意的是，2023 年全球锌矿的成本曲线将有所上移。根据 Boliden 披露的全球矿山成本线，由于现货市场难以盈利，部分矿山进行成本合理化操作，叠加 TC 偏低而通胀依旧较高，全球锌矿的平均现金成本上移，2023 年的 90%成本分位线或在 2260 美元/吨左右，同比去年上升 25 美元左右。**考虑到目前通胀降低不及预期，资金成本仍在高位，预计 2024 年海外矿企的 90%成本分位线将触及 2300 美元/吨左右，这使锌价下方的成本支撑线将继续抬升。**

图表 4：海外主要矿企锌精矿产量



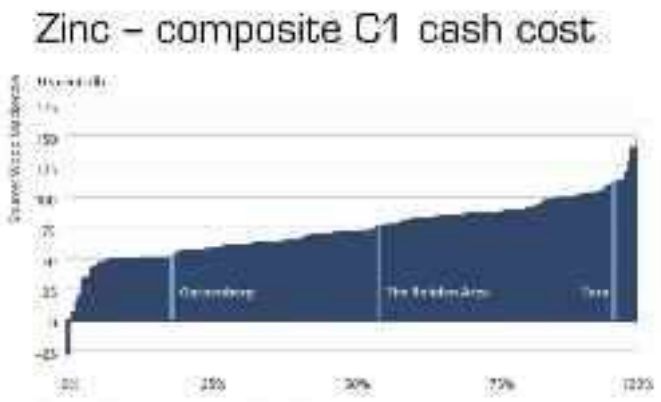
资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 5：部分即将关停矿山产量变动



资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 6：Boliden 披露的全球矿山成本线



资料来源：Boliden

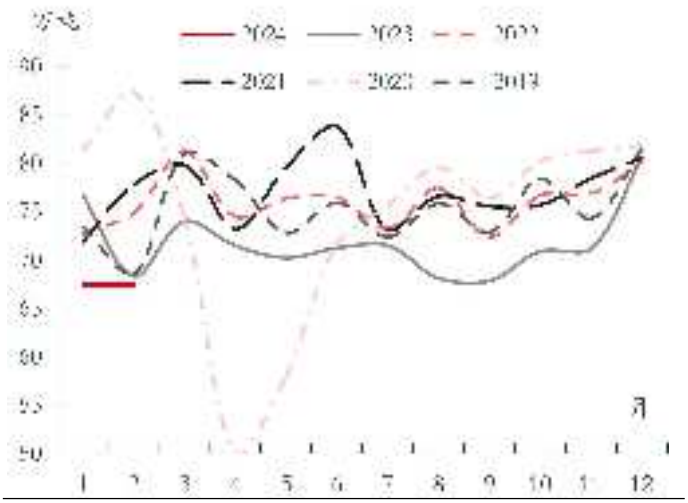
图表 7：部分头部企业现金成本与 2024 年指引

单位：US$/lb	2021	2022	2023
Teck	56	58	68
Nexa	21	28	40
Ludin Mining	121	130	140
Neves-Corvo	189	227	237
Zinkgruvan	53	32	43
Gelncore	-7	38	49
Boliden	71	83	93
The Boliden Area	77	83	77
Garpenberg	48	59	59
Tara	87	106	143

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

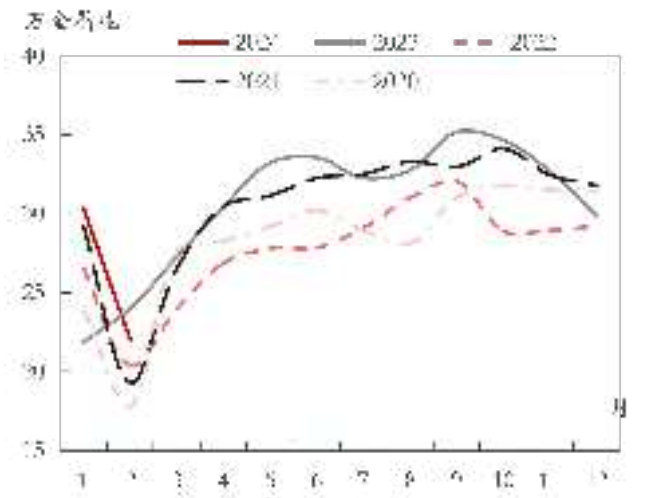
2 月国内锌精矿产量为 22.01 万吨，环比减少 8.3 万吨，2 月产量的下降主要是由于节假日和天数较少。1-2 月锌精矿累计产量为 52.3 万吨，累计同比增加 14.1%，国内锌精矿兑现情况较海外表现更好，投爬产也相对顺利。今年国内矿端的增量主要来自内蒙古新能集团下的火烧云矿提产，预计 2024 年提产在 6 万吨左右，其余矿端增量在 2 万吨左右；而矿端的变量在于部分北方矿山停产，且目前仍未完全复产。总体来看，火烧云矿在去年已有部分产出，同时目前锌价上涨动能不足，而矿品味持续下滑，预计国内锌精矿增量约在 6 万吨左右，后续还需持续关注火烧云等大矿的产量兑现情况以及矿山开工复产情况。

图表 8：全球锌精矿月度产量



资料来源：ILZSG

图表 9：中国锌精矿月度产量



资料来源：SMM

图表 10：2024 年国内主要新矿产能变化（注：非完全统计）

公司	地区	矿山	预计 24 年变化
新疆地矿	新疆	火烧云	6
白银有色	甘肃	厂坝铅锌矿	1.5
驰宏锌锗	西藏	西藏鑫湖矿业	1
盛鑫矿业	贵州	猪拱塘铅锌矿	1
兴业银锡	内蒙	银漫矿业	0.5
长河矿业	青海	长河矿业	0.2
赤峰黄金	吉林	吉林瀚丰	0.2
金徽矿业	甘肃	郭家沟	0.1
其他	其他	品味下降	-2
总计			8.5

资料来源：SMM，各公司公告，东证衍生品研究院

2.2、冶炼端：利润压至低点，静候冶炼减产

根据 ILZSG，2023 年全年全球精炼锌产量 1386.9 万吨，同比 2022 年增加 51.7 万吨（YoY+3.9%）。其中，中国精炼锌产量约 662 万吨，同比增加 64.4 万吨（YoY+10.8%），贡献了主要增量；欧洲精炼锌产量同比减少 6%，形成主要拖累，但 2H23 意大利、法国和荷兰等国的炼厂利用率已出现回升，在能源价格进一步下调的预期下，2024 年欧洲炼厂产能预计会恢复到 90%左右。

一季度海外炼厂的扰动主要来自 1 月 Nystar 旗下的 Budel 冶炼厂减产，以及 3 月韩国 Young Poong Corp 旗下的 Seokpo 冶炼厂减产。Budel 的产能约为 30 万吨/年，但该冶炼

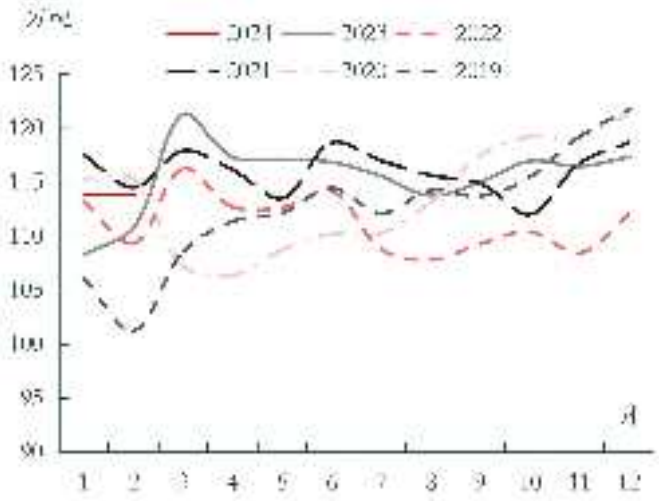
厂自 2021 年四季度以来一直在灵活运营。Budel 从 1 月下半月起进入保养维护期，至今仍未复产，月影响产量约为 2 万吨。Seokpo 是全球第六大锌冶炼厂，年产量约 40 万吨，但其母公司营业状况不佳，净利润为负，推测该冶炼厂减产可能是由于利润不佳所致，预计影响产量为 4 万吨左右。总体来看，一季度冶炼厂减产的主要原因是低冶炼利润下运营情况不佳，这在一定程度上验证了市场对于冶炼扰动的预期。因此我们略微下调 24 年全球冶炼端的产能投放预期，若冶炼产能持续压减，则可能对全年锌锭过剩的预期产生较大影响。总体来看，2024 年新增海外产能在 24 万吨左右，但由于进口加工费和冶炼利润均不容乐观，产能实际投产或与预期存在差距，海外冶炼端产量增量预计在 20 万吨左右。

图表 11：2024 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	Torreon	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

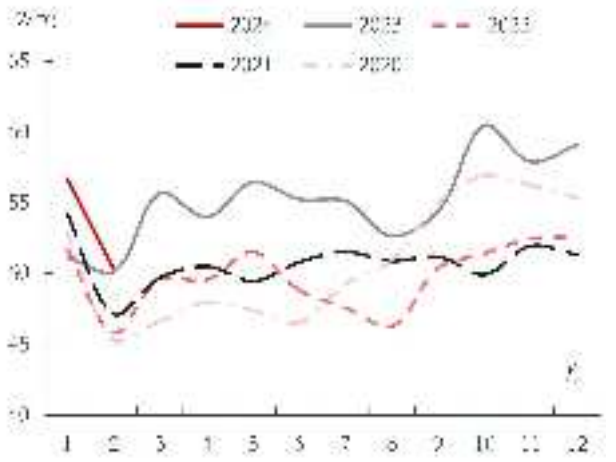
资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 12：全球精炼锌月度产量



资料来源：ILZSG

图表 13：中国精炼锌月度产量



资料来源：SMM

国内来看，2024 年，国内锌冶炼产能投放较为充裕，如河池南方、河南万洋、广西誉升、等，矿产锌和再生锌产能共计 40-50 万吨左右。然而，新增产能投放都集中于下半年，且投放存在不确定性；在低炼厂利润的作用下，再生锌的开工或许不会太顺利；同时考虑到 23 年底部分冶炼厂已经逐渐达产，TC 下行预期较强，冶炼端扰动因素较多。多重因素考虑下，预计 24 年国内精炼锌产量预计同比增加在 17 万吨左右。

我国 2 月精炼锌产量为 50.3 万吨，环比一月减少 6.5 万吨，主要也是受自然生产天数减少和四川地区冶炼产线检修的影响。1-2 月累计产量为 107 万吨，同比增加 5.7 万吨（YoY+5.6%），产量依旧处于历史高位。但偏低的加工费和倒挂的冶炼利润会持续影响冶炼厂的开工，这点在 2 月冶炼厂大量检修时已经得到部分验证。三月冶炼厂检修减少，月影响产量约在 0.49 万吨，影响量月环比减少 6.2 万吨，市场对开工复产预期依旧较为乐观，**然而考虑到矿紧锭松、冶炼亏损的格局在短期内难以扭转，我们认为冶炼端已经步入煎熬期，二季度冶炼厂可能出现更多停产检修，锌锭生产或将不及预期。**

图表 14：2024 年国内主要精炼锌产能变化统计

企业名称	原材料分类	原产能	新产能	投产时间
南丹吉朗	矿产锌	8	3	2023 年 10 月
河池南方	矿产锌	35	30	2023 年 12 月
河南万洋	矿产锌	0	15	2024 年 6 月
广西誉升	矿产锌	5	5	2024 年
河南金利	再生锌	15	3	2023 年 12 月
湖南金石	再生锌	5	5	2023 年 12 月
广西桂盛	再生锌	0	5	一期 2023 年 9 月 二期 2024 年
林西恒富	再生锌	0	3	一期 2023 年 12 月 二期 2024 年 5 月
潍坊龙达	再生锌	0	2	2024 年初
桂阳银龙	再生锌	0	2	2024 年
荆州正峰	再生锌	0	7	2024 年
金成锌业	再生锌	0	10	2024 年底
泸溪蓝天	再生锌	5	5	2024 年

资料来源：SMM，各公司公告，东证衍生品研究院

2.3、矿冶平衡与进出口：矿紧锭松，进口间歇性开启

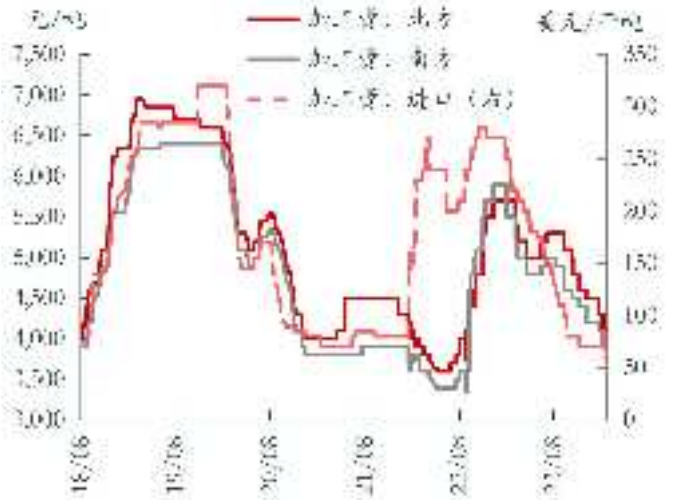
目前国内平均加工费在 4000 元/吨左右，进口加工费在 60 美元/吨左右，且下行趋势不变。目前两者已经十分靠近历史低点。在 TC 不断下跌的同时，冶炼厂的利润同样持续被侵蚀，目前冶炼厂不考虑副产品的生产利润已经亏损，幅度在-1000 元/吨左右，虽然逼近历史低点，但总体利润依然为正，主要是由于一季度以来副产品价格上涨对总体利润的支撑。历史上，冶炼生产利润最低突破至-1400 元/吨左右，我们认为若加工费利润维持在-1000 元/吨的水平会持续对冶炼厂开工造成压力，从而倒逼冶炼减产。按照目前 TC 的下行节奏，二季度冶炼发生减产的可能性较大。

白银：一季度白银价格先稳后涨，3 月美联储降息预期强化推动贵金属普遍上涨，白银在金价高涨后出现补涨行情，但后续美元指数走强，银价受其工业属性限制而小幅回落。二季度来看，降息预期走强叠加地缘政治扰动持续，对银价形成支撑，二季度白银价格有望继续保持强势。

硫酸：一季度硫酸价格先跌后涨，目前全国 98%硫酸均价在 286.5 元/吨左右，已较 2 月的低点上涨 30.3%。酸价上涨主要是由于春耕带动下游需求、市场对铜锌等冶炼减产预期较强，下游企业积极备货，此外云南某炼厂因搬迁而停产，供应趋紧导致当地酸价显著上升。展望后市，二季度冶炼厂预计减产增多，供应可能进一步减少，后市酸价仍有上行空间，但下游需求维稳，供需矛盾并不突出，预计上涨幅度相对有限。

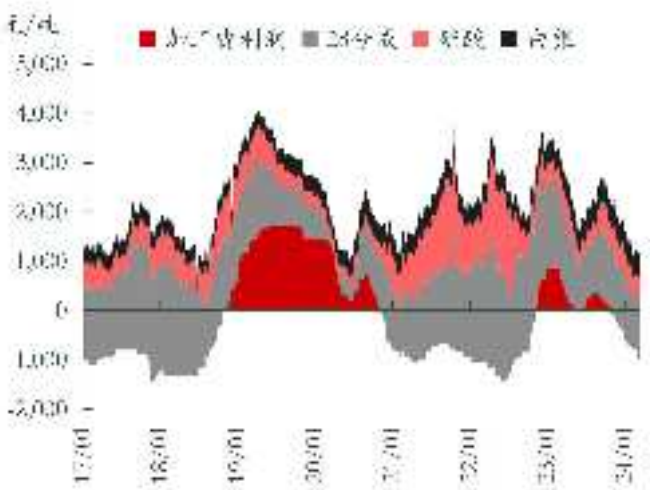
综合而言，矿紧格局可能加深，冶炼生产利润或将维持下行；白银表现较为强势，二季度价格仍有上行可能；硫酸价格偏强，但上行空间不大。**整体来看，二季度冶炼或许还会维持生产利润大幅亏损，而综合利润在盈亏线附近徘徊，这种情况可能会导致冶炼端的扰动预期后移。**

图表 15：锌精矿加工费



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

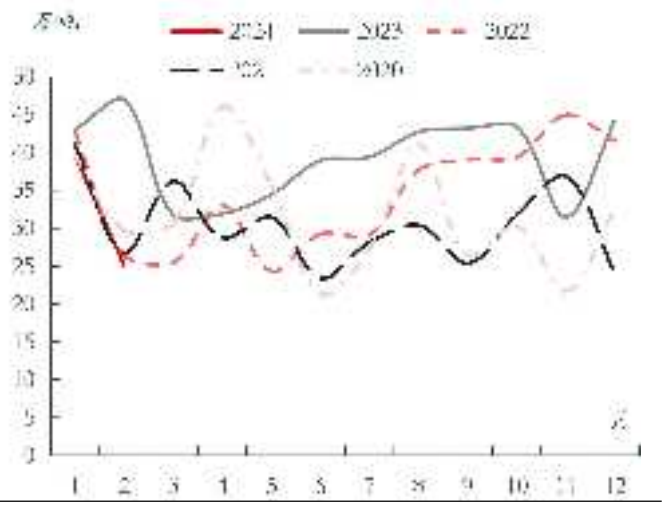
图表 16：考虑副产品的冶炼厂综合收益



资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

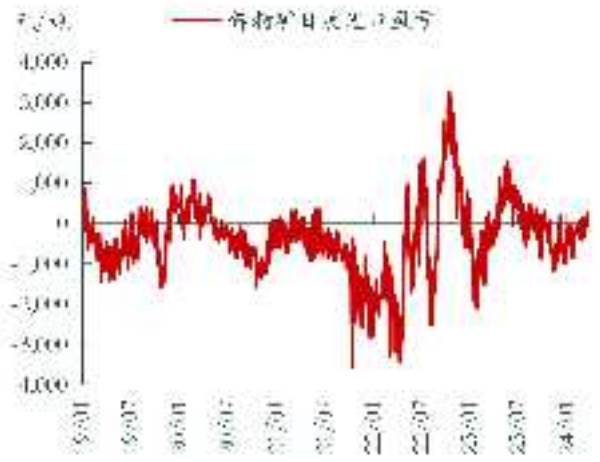
2023 年，锌精矿累计进口量 471.3 万吨，同比增加 14.2%，主要是由于锌矿进口窗口开启周期较长，TC 维持在相对高位，炼厂生产意愿较高。2024 年，随着矿端趋紧而进口 TC 下行，进口矿吸引力下降，锌精矿进口量显著回落。从前两个月的进口情况来看，1-2 月进口量为 64.7 万吨，累计同比降幅达 28.1%，比 2018-2023 年的平均进口量低 5.3%。而国内矿供给弹性小，进口矿的减少导致国内矿同样趋紧，进一步导致冶炼利润转负，炼厂原料维持紧张。目前锌精矿进口盈亏短暂回到正值，但由于 TC 短期内反弹的可能性较低，进口窗口的打开或许是暂时性的，二季度进口量或有环比回升，但同比依然会维持在更低的水平。

图表 17：锌精矿月度进口量



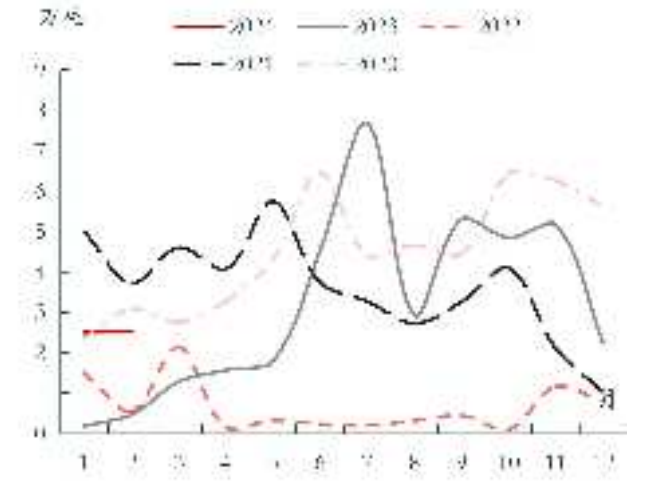
资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

图表 18：锌精矿进口盈亏



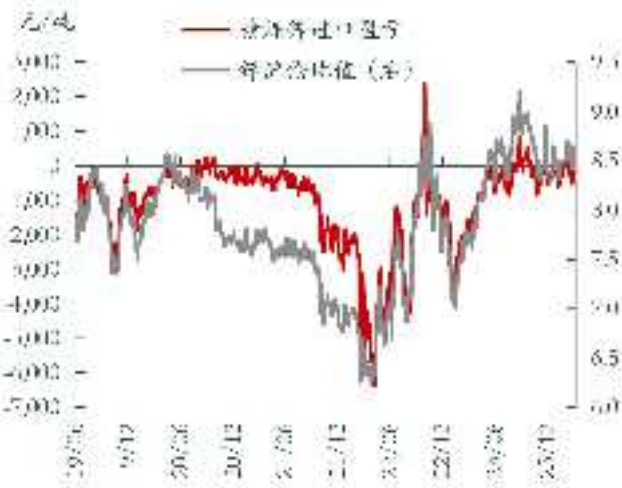
资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

图表 19：精炼锌月度进口量



资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

图表 20：精炼锌进口盈亏



资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

2023 年，精炼锌累计进口量 38 万吨，同比增加 380.2%，主要是由于 2022 年的极低基数，以及去年 5 月至 11 月锌价内强外弱导致的进口窗口持续打开。一季度，由于国内冶炼新增投产远超矿端，而海外库存高位承压，沪伦比维持高位震荡。3 月底沪伦比走低后回升，进口窗口短暂开启，但下游承接以刚需为主，表需增量同比相对有限，进口窗口开启的持续性同样较弱。二季度在冶炼扰动的预期下，国内市场有望能承接更多的海外锌锭，预计二季度锌锭进口将有所回升。

图表 21：锌精矿年度供需平衡表

单位：万金属吨		2024F	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中国	产量	425	419	410	417	411	426	423
	进口量	180	192	186	164	172	143	134
	需求量	611	599	564	575	572	560	535
	平衡	-6	12	32	6	11	9	22
海外	产量	838	813	828	864	809	859	843
	需求量	670	654	653	692	682	697	710
	平衡	-12	-33	-11	8	-45	19	-1
全球	产量	1,263	1,232	1,238	1,281	1,220	1,285	1,266
	需求量	1,281	1,253	1,217	1,267	1,254	1,257	1,245
	平衡	-18	-21	20	14	-34	28	21
全球产量同比		*2.5%*	*-0.5%*	*-3.4%*	*5.0%*	*-5.1%*	*1.5%*	*-5.4%*
中国产量同比		*1.4%*	*2.2%*	*-1.7%*	*1.5%*	*-3.5%*	*0.7%*	*-18.4%*
海外产量同比		*3.1%*	*-1.8%*	*-4.2%*	*6.8%*	*-5.8%*	*1.9%*	*2.8%*
全球需求同比		*2.2%*	*2.9%*	*-3.9%*	*1.0%*	*-0.2%*	*1.0%*	*-3.7%*
中国需求同比		*2.0%*	*6.2%*	*-1.9%*	*0.5%*	*2.1%*	*4.7%*	*-9.1%*
海外需求同比		*2.4%*	*0.1%*	*-5.6%*	*1.5%*	*-2.2%*	*-1.8%*	*0.9%*

资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

3、需求端

需求方面，市场的关注焦点在于各板块分化的需求如何对冲。节后终端需求呈现明显分化，目前基建预期托底，地产造成拖累，汽车和家电板块预计维持稳增长。高频数据显示下游需求表现偏弱，而专项债还未完全释放，需求回升的时点或许会延后。

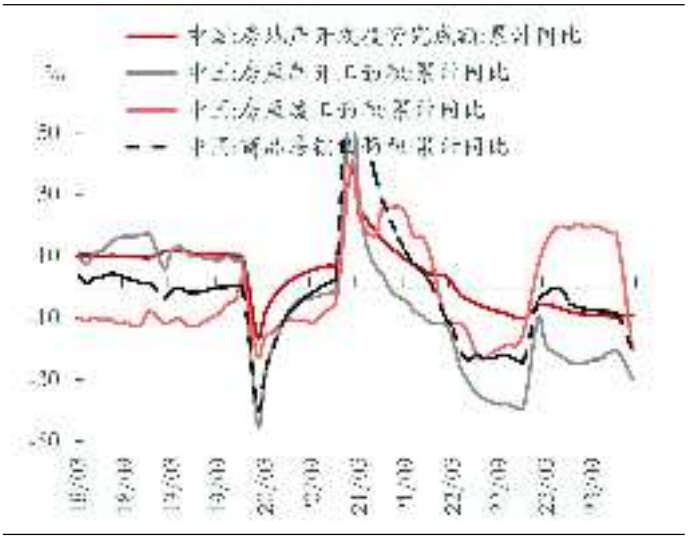
3.1、建筑拖累逐渐显性化

建筑方面，2023 年全国房地产开发投资 11.1 万亿元，同比下降 9.6%；商品房销售面积 111735.1 万平方米，同比下降 8.5%；新开工面积 95375.5 万平方米，同比下降 20.4%，连续两年大幅下降，开工和销售较为弱势。2023 年全国竣工面积 99831.1 万平方米，同比增加 17%，竣工端在保交楼政策和 2022 年的低基数下依然保持较高增速。2024 年伊始，地产走弱幅度扩大，2 月新开工面积和销售面积累计同比分别降低 29.7%和 20.5%，累计

环比回落均将近10个百分点，另有某大型企业地产业务实现合约销售额同比下降51.3%。

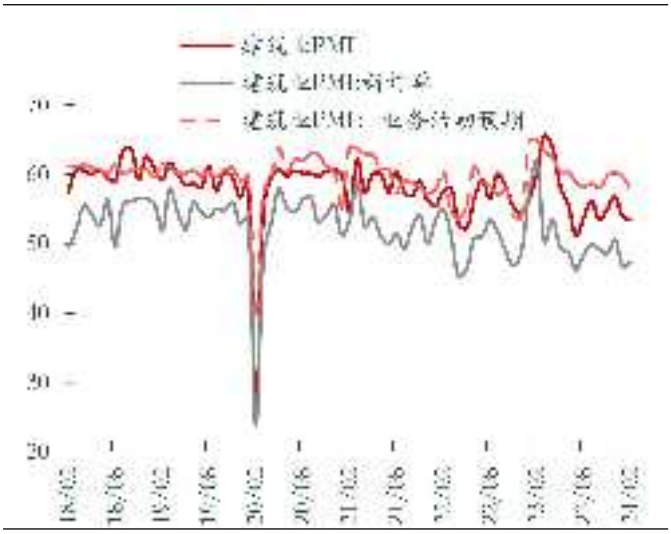
值得注意的是，竣工端在保持了长达一年多的高增后首次回落，竣工面积同比减少20.2%，由于锌主要用于施工和竣工端，而新开工到竣工有1.5年左右的传递周期，我们认为2022年后开工走低带来的需求减量将在今年逐渐显性化。建筑业PMI各分项表现偏弱，在基建侧未显著发力的情况下，建筑业的新订单PMI依然位于收缩区间，业务活动预期也处于季节性历史低位。**总体来看，今年地产或对锌消费形成一定拖累，我们给予地产-5.5%的耗锌量同比增速。**

图表22：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23：建筑业PMI及部分分项



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

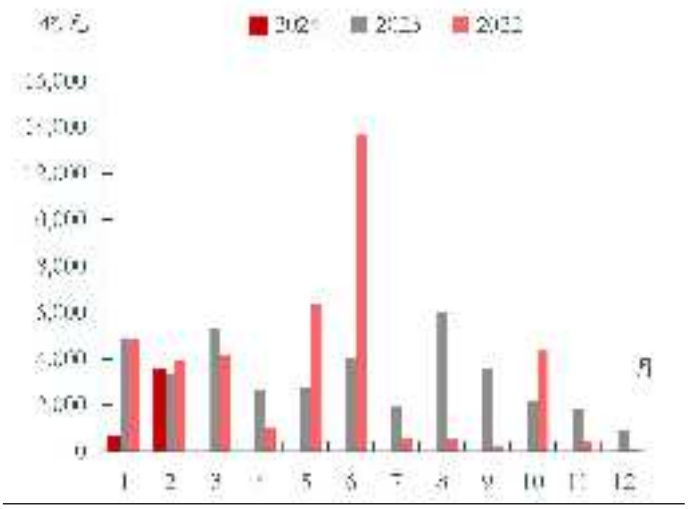
3.2、基建托底作用可期

基建方面，2023年全年广义和狭义基建投资同比分别增长8.2%和5.9%，为经济起到托底作用。在房地产走弱的背景下，2024年基建有望继续发挥对冲效用。1-2月地方专项债发行额度较低，2月底，31省份披露提前批专项债为22800亿元，是去年额度的60%，意味着专项债额度顶格下发，同比去年增长4%。广东、江苏、浙江等地额度同比增加10%以上，部分高风险省份则同比下降40%，重点项目的建设可能会向经济大省倾斜，需持续关注长三角、珠三角等地的项目情况。3月5日两会召开，明确2024年拟安排地方专项债3.9万亿元，同比上年预算增加1000亿元，增幅2.6%。会议提出，要重点支持新型基础设施建设，推进防洪排涝抗灾基础设施建设。

从目前地产的走弱幅度来看，专项债额度2.9%的同比增速或许较难弥补地产带来的需求减量，但基建侧依然有可能提供一些潜在增量。分项上，电热领域基建维持高增，考虑到近年来电力市场化改革提速，需要特高压、电网等硬件设施作为后备支持，叠加对逆周期经济的调控考虑，**预计后续电力相关项目依然有动态增补的可能，因此给予基建侧+6%的耗锌量增速。**节奏上，目前已有16地公布二季度地方债发行计划，专项债发行

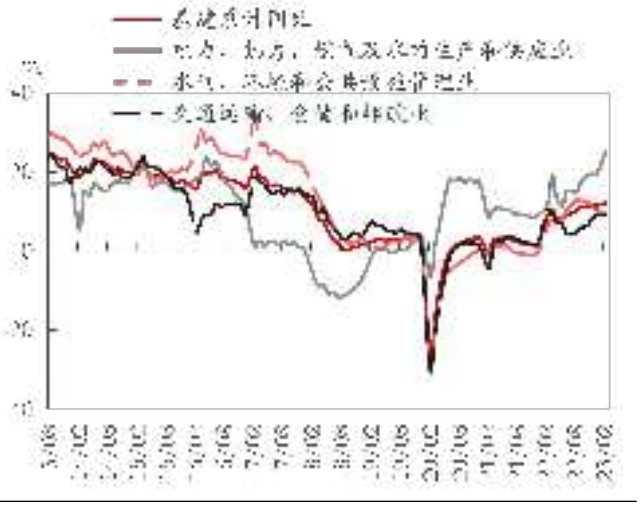
总量已达 5872 亿，目前公布计划的省份专项债额度分配于 5 月和 6 月偏多。中观上，2023 年四季度重点企业基建类的新签合同金额共计为 3.24 万亿元，同比增加 18%，扭转了连续两个季度同比负增长的态势，但前两年锌下游企业感知到基建相关订单的释放速度较慢，**预计基建需求回升显性化的时点或许会在 5 月以后**。

图表 24：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 25：基建及三大分项累计同比增速



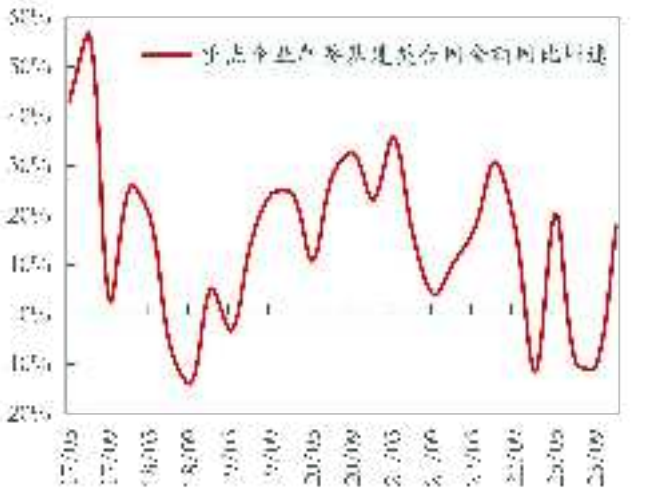
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 26：二季度各省市专项债计划发行统计

单位：亿元	4 月	5 月
四川	500	700
浙江		500
安徽	100	400
江西	239	300
吉林	100	50
新疆	50	100
海南	150	
甘肃	60	98
其他	307	326
合计	1505	2474
二季度合计		5872

资料来源：中国债券信息网，东证衍生品研究院

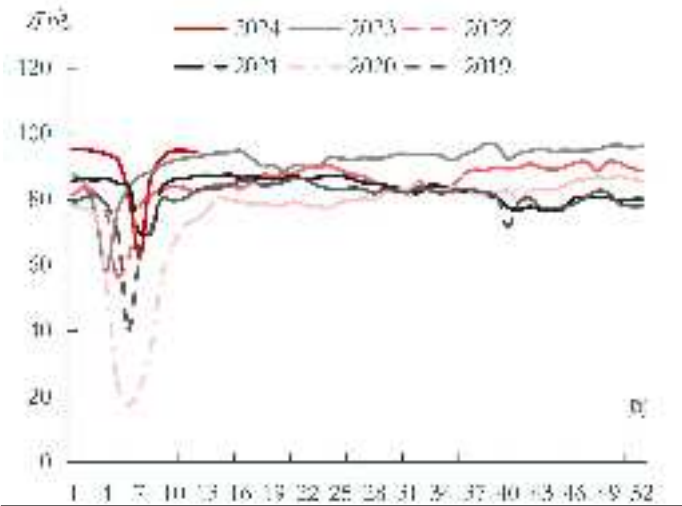
图表 27：重点企业基建类新签合同额同比增速



资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院（样本包括中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国交建、中国电建）

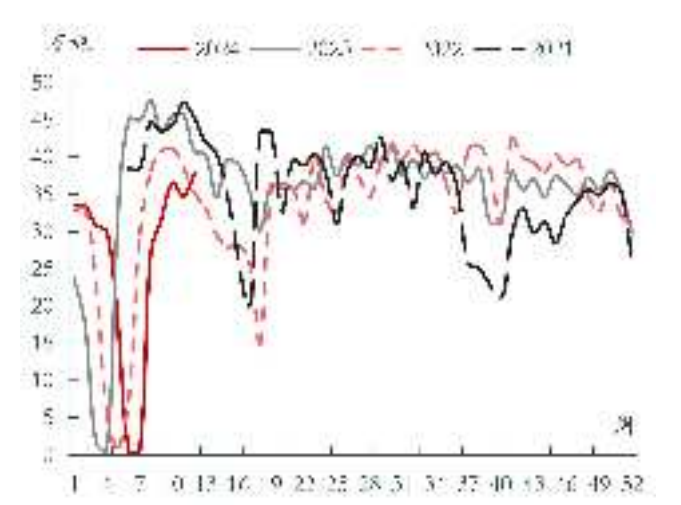
对应到锌的初端下游，重点关注镀锌产品的产量和库存变动。截至 3 月倒数第二周，样本钢厂镀锌板卷今年累计产量 1079.5 万吨，同比增加 6.8%，开工保持在相对高位。但钢厂库存处于季节性高位，且还未出现明显的去库拐点，可能影响钢厂的开工积极性，后续下游消化力度将持续受到考验。SMM 镀锌产量主要为镀锌管和镀锌结构件，前十二周产量为 315.1 万吨，同比减少 19%，管网侧需求表现相对较弱，但两会提出积极建设抗洪排涝设施，后续水利管网建存在潜在增来量。

图表 28：钢厂企业镀锌板卷周度产量



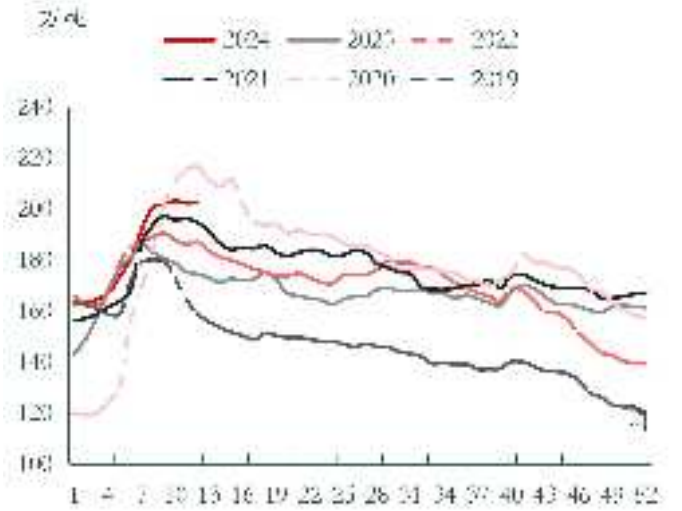
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 29：SMM 镀锌产量



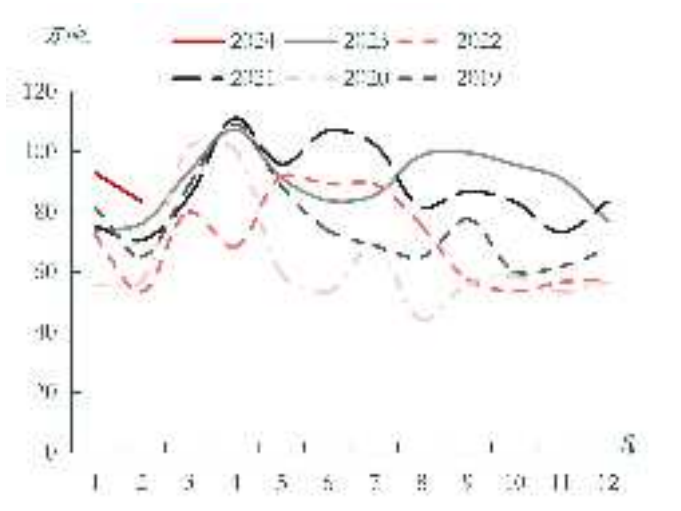
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 30：镀锌卷板社库和钢厂总库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 31：镀锌板卷出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

去年镀锌板卷的出口作为消费的一大增量备受市场关注。2023 年全年，国内镀锌卷板出口共 1009.2 万吨，同比增加 28.2%，主要是由于东南亚地区需求旺盛。此前锌价走低使

得镀锌板卷出口利润下滑，但钢厂开工率在社库累积时依然具有较快的恢复速度，或许侧面反映出今年出口订单较为旺盛。1-2 月镀锌板卷累积出口量为 176.4 万吨，累积同比增加 23 万吨（YoY+15%），1、2 月的出口量均处于往年高位，二季度镀锌出口依然值得期待。总体来看，镀锌端消费表现出内弱外强趋势，二季度需重点关注去库拐点发生后的去库速度以及后续镀锌的出口情况。

3.3、汽车增速放缓

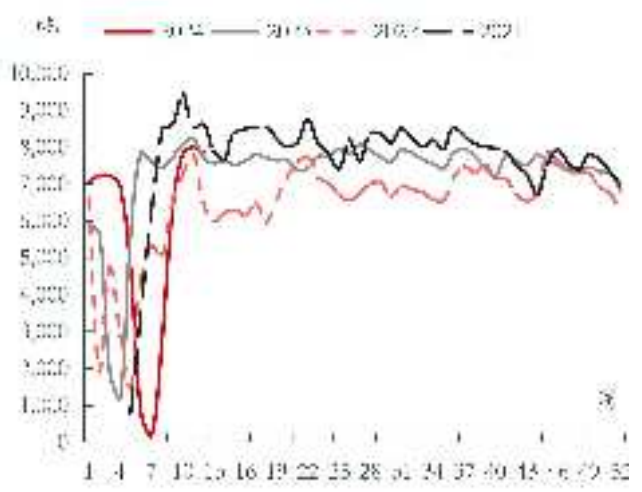
汽车方面，根据中汽协，2024 年 2 月，汽车产销分别完成 150.6 万辆和 158.4 万辆，环比分别下降 37.5%和 35.1%，同比分别下降 25.9%和 19.9%；1-2 月累积产销分别达成 391.9 万辆和 402.6 万辆，同比分别增长 8.1%和 11.1%。1 月车市迎来开门红，而 2 月产量明显回落，部分购车需求可能在春节前已经得到释放。节后半钢胎和全钢胎开工率回升速度较快，高于历史季节性均值。对应制造轮胎所用的氧化锌方面，截至三月倒数第二周，样本氧化锌产量为 6.68 万吨，同比下降 11%，主要是由于假期停产所致，但节后季节性回升速度与过去两年基本持平，整体开工表现稳健。出口方面，1-2 月氧化锌累计出口 1671.3 吨，同比下降 27.7%，越南、巴基斯坦和日本位居出口地前三位，今年东南亚地区依然为氧化锌的主要出口国，但出口总量预计有所下降。

政策端来看，去年中央财经委员会第四次会以及两会均提出鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车等大宗消费，预计 2024 年汽车板块依然会保持稳增长态势。但目前车市竞争加剧，价格战愈演愈烈，可能会加速出清边际尾部企业。**考虑到去年三季度以来汽车板块的高景气度以及渗透率的持续提高，预计今年汽车板块的产销总体增速小幅放缓，总体给予汽车板块+3.5%的耗锌量同比增速。**

图表 32：乘用车产销同比增速

资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 33：氧化锌季节性产量



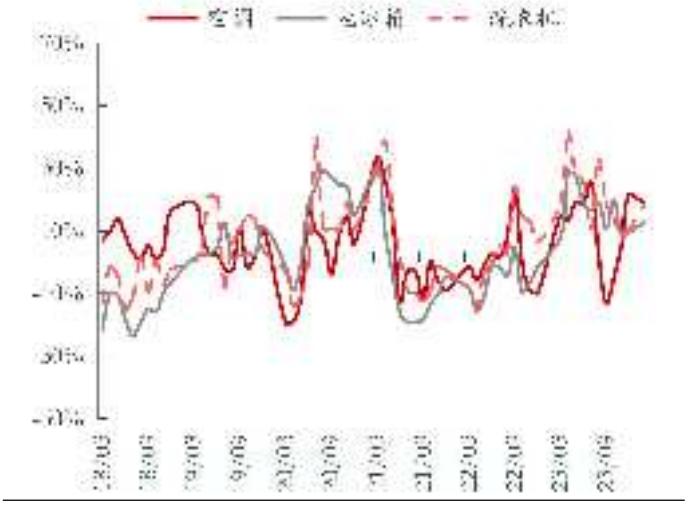
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

3.4、家电维持稳增长

家电方面，2023 年全年，空调、冰箱、洗衣机产量均实现大幅增加，产量增速均超 10 个百分点，国内需求受政策端发力支持而逐渐修复，家电板块整体形成修复性增长。出口方面，空调（YoY+4.6%）、冰箱（YoY+22.4%）、洗衣机（YoY+39.8%）、液晶电视（YoY+7.5%）出口累计同比增速显著提升，海外需求受益于跨境电商涌现和服务水平提高而大增。今年 1-2 月，1-2 月全国空调产量 3763.6 万台（YoY+18.8%），冰箱产量 1374.4 万台（YoY+12.8%），洗衣机产量 1622.5 万台（YoY+18.5%），而累计出口额为 1020 亿元，同比增长 24.3%，比去年全年高 14.4 个百分点，家电出口加速，且总体强于内销。一季度临近结尾，各厂商都有较强的排产积极性。当前正值出口市场旺季，东南亚市场需求旺盛；同时厄尔尼诺现象仍未完全褪去，6 月以前，东南亚地区和澳洲等地依然有出现异常高温的可能性，二季度家电的出口需求或有一些潜在增量。

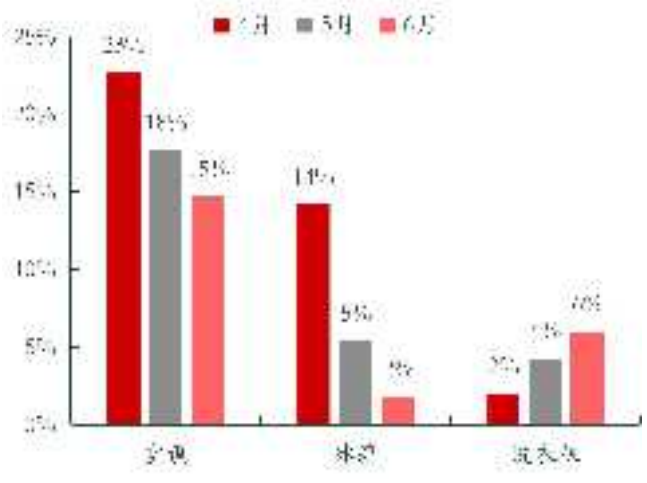
根据产业在线，4 月三大白排产总量合计为 3681 万台，同比增长 16.6%，增速环比 3 月下滑 0.7 个百分点。分品种来看，4 月空调排产 2219 万台（YoY+22.7%），冰箱排产 820 万台（YoY+14.2%），洗衣机排产 642 万台（YoY+2.0%），其中空调和洗衣机排产增速环比 3 月有所下降，而冰箱排产增速略有提高，二季度三大白排产同比增速低于去年。政策方面，家电板块同样受益于政策端“消费品以旧换新”的预期，同时商务部将 2024 年定为“消费促进年”，年内国内存量消费力有望进一步释放。**整体来看，家电需求保持稳增长，但增速或有放缓，我们给予家电板块同比+2%的耗锌量同比增速。**

图表 34：白色家电产销同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 35：二季度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

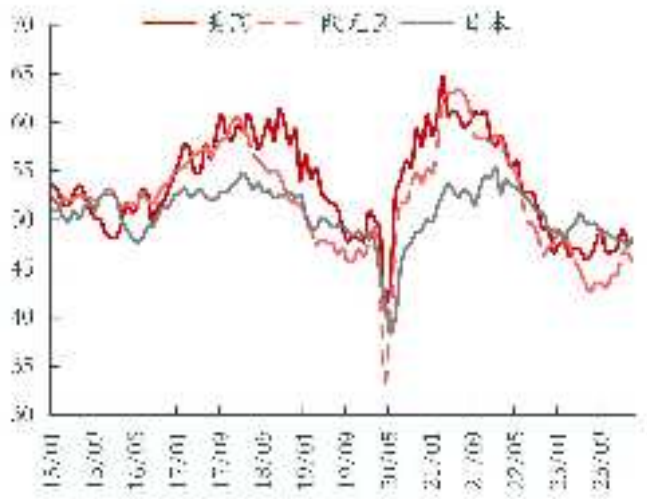
3.5、海外需求：复苏为主线，降息为拐点

海外锌锭需求主要在于基建、建筑、五金和汽车领域，主要需求为镀锌产品。去年涂镀板共计出口 651 万吨，同比增长 20.5%。今年 1-2 月涂镀板累计出口 99.3 万吨，同比增加 14.3%，出口延续较高水平。从初端下游来看，镀锌板块出口维持强劲，锌合金和氧化锌出口有所回落。去年锌下游出口的边际增量主要来源于东南亚国家，传统进口国的需求变化不大。就一季度来看，越南、印尼和马来西亚的制造业 PMI 环比去年 12 月均有上升，越南制造业 PMI 回至荣枯线以上，或依然能够提供部分出口增量。

欧美方面，市场博弈的关键点在于降息的时点和力度。目前市场预计美联储将在 2024 年降息三次，根据 CME 利率观察工具，目前 6 月降息概率在 64%左右，参考此前鲍威尔在议息会议上较为鸽派的表态，6 月可能会是高利率的拐点。欧洲方面，瑞士央行于 3 月 21 日降息 25 个基点，或将加速欧洲地区的降息潮。从锌的需求来看，欧洲地区 2023 年锌需求同比下降约 10%，主要是由于建筑部门的需求受制于持续的高利率，另外能源危机导致生产较为谨慎。去年欧洲部分国家的工业产值走弱至与疫情时相当的水平，其需求弱势程度比美国更甚，亟需出台政策支撑，因而欧洲降息时点可能会先于美国。

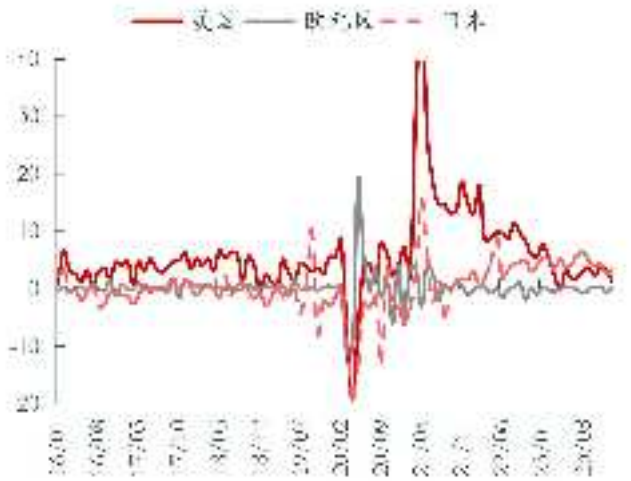
综合来看，今年海外需求以复苏为主，我们给予+2.4%的精炼锌需求增速，东南亚地区依然是今年海外需求的主要增量，而欧洲和美国的需求预计将偏稳增长，但增速可能会低于平均预期。

图表 36：美欧日制造业 PMI



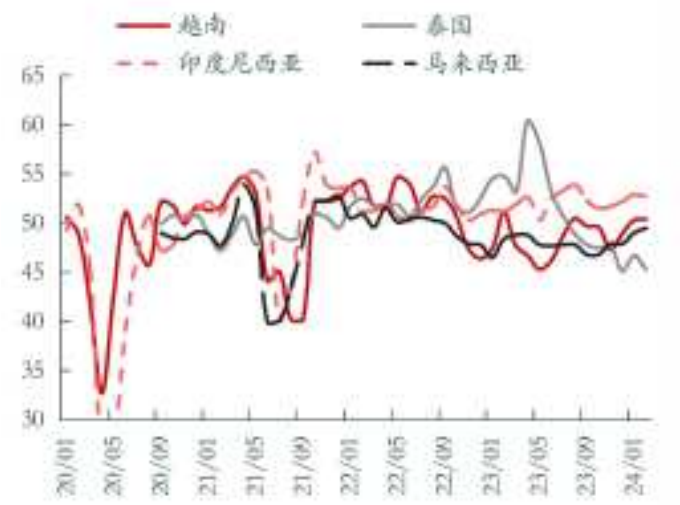
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 37：美欧日零售销售额同比增速



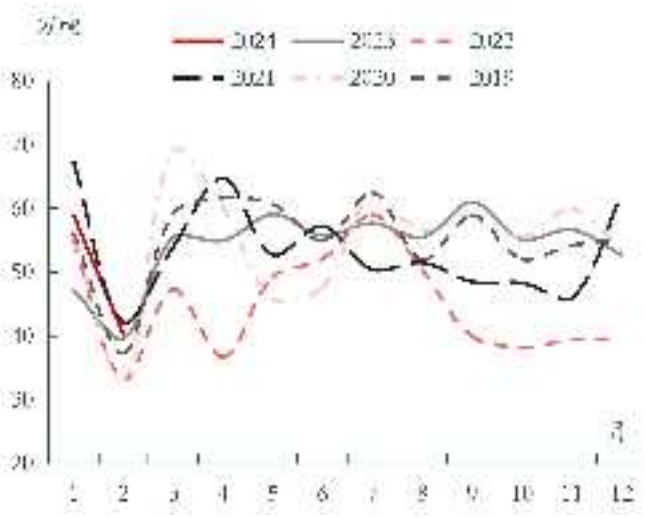
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 38：东南亚国家制造业 PMI



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 39：涂镀板季节性出口量

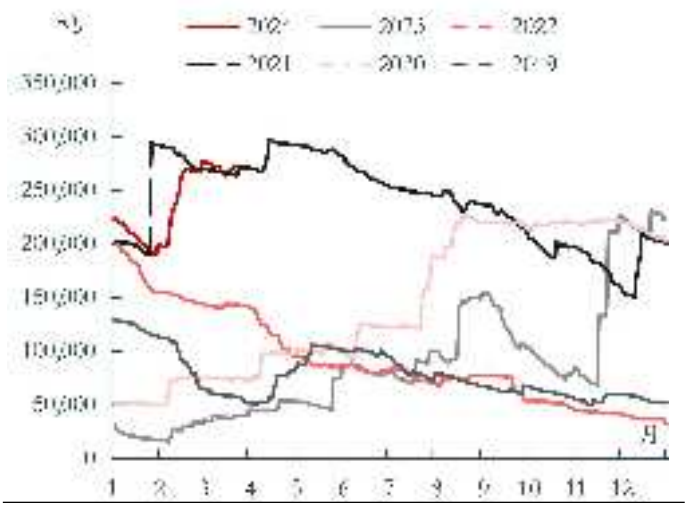


资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

4、库存端：海外高库存或将转嫁国内

海外高库存对伦锌形成显著压制。2023 年下半年以来，海外锌锭持续交仓，达到 27.6 万吨的高位后逐渐去库。但目前新加坡地区库存隐转显还未完全结束，陆续有交仓行为发生，使得季节性去库趋势一直不太明显。后续需关注 4 月 LME 是否有集中交仓行为，若有则 LME 库存可能累积到 30 万吨以上的历史高点。目前高库存对海外锌价形成较强压制，LME0-3 贴水探至 2016 年以来的最低点，且还有持续走扩的迹象，目前海外消费起色不佳，高库存的消化或许最终还需依靠国内下游。

图表 40：LME 库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 41：国内七地锌锭库存

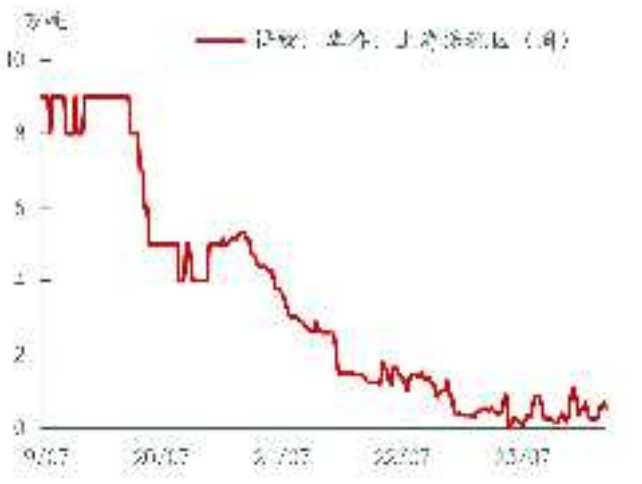
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

进口窗口打开，海外库存压力将转嫁国内。年初以来，国内七地锌锭库存累库程度低于往年平均水平，但年后逆季节性累库持续发生，对锌价形成显著压制。保税区库存以及偏低，主要是由于 22 年锌锭进口量极低，且后续进口窗口打开持续性较弱，导致库存难以积累。年后国内现货成交不佳，现货维持贴水，下游多为刚需采购，锌价一旦上涨，下游的观望情绪就变得浓厚。3 月下旬，进口窗口再次打开，海外锌锭陆续流入，但保税区库存并未累积。从部分贸易商处了解到，现货端采购海外锌锭的意愿较国内锌锭更强，海外库存压力或将逐步转移至国内。

图表 42：LME 现货升贴水（0-3）

资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

图表 43：上海保税区锌锭库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

5、投资建议

宏观方面，海内外政策支持向好，美联储有望在 6 月启动第一次降息，但其传导至实体经济或还需要一些时间，商品估值或先于实体经济一步修复。

供应端，矿紧锭松格局持续演绎，且矿紧有望在今年传导至锭端。供应端的压力主要位于海外，主要是由于海外矿冶扰动频发，且在 TC 持续走低，冶炼利润持续亏损的背景下，后续冶炼端可能会出现更多减产行为。节奏上，二季度冶炼端可能会持续出现扰动，根据时间估算，预计 5 月前后会是冶炼扰动集中显性化的时点。

需求侧，国内需求分化显著，地产对镀锌需求产生明显拖累；基建侧需要发挥其托底作用，同时电力投资端具有一定潜在增量；汽车和家电板块保持稳增长，但增速相对放缓；海外需求以弱复苏为主，主要需求增量来源于东南亚地区，欧美需求回升则需要等待降息拐点落实，节奏上欧洲可能会先于美国。

交易角度，去年锌价在 19500 元/吨左右有第一重成本支撑，今年矿端成本线略有上移，预计成本线会有 300-500 元/吨的上移。从绝对价格来看，沽空锌价需承担的风险相对较高。由于下方支撑较为强劲，当前锌的关键在于二季度需求侧能否实现相对平滑的去库，

我们认为基建侧目前发力甚微，且可能存在潜在增量，家电和汽车或能实现稳增长，总体对冲部分地产走弱带来的减量，对待后续的去库可以持谨慎乐观的态度。锌价二季度的上行动能主要在于冶炼扰动预期和降息周期开启，时间上可能在 5 月前后，但上行阈值仍会锚定于需求。节奏上，短期内锌价可能由于国内超预期累库和下游需求偏弱而维持宽幅震荡，而中期冶炼的预期扰动和宏观利好可能交替成为主导锌价的关键因素。总体而言，我们预计二季度锌价可能上演先震荡后上行的行情，建议投资者以偏多思路对待。

策略角度，单边方面，目前锌价靠近下方成本线，基于二季度可能出现的宏观转向利好和冶炼扰动预期，中期推荐逢低买入布局多单。期限方面，短期矿紧锭松格局难以改变，建议关注低位正套机会。内外方面，鉴于海外库存高企，内强外弱趋势将延续，推荐关注多沪锌空伦锌的跨市反套机会，锁汇为宜。

图表 44：锌精矿月度供需平衡表

资料来源：ILZSG，SMM，国家统计局，安泰科，东证衍生品研究院

图表 45：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

图表 46：精炼锌年度供需平衡表

单位：万吨		2024F	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中国	产量	679	662	628	650	632	622	567
	进口量	30	37	0	43	51	54	69
	需求量	706	692	652	685	675	663	645
	平衡	3	7	-24	8	8	13	-9
海外	产量	743	727	714	746	738	730	759
	需求量	689	673	709	704	659	709	727
	平衡	24	17	5	-1	28	-34	-37
全球	产量	1,422	1,389	1,342	1,396	1,370	1,351	1,326
	需求量	1,395	1,365	1,361	1,389	1,334	1,372	1,372
	平衡	27	24	-19	7	36	-21	-46
全球产量同比		*2.4%*	*3.5%*	*-3.9%*	*1.9%*	*1.4%*	*1.9%*	*-3.3%*
中国产量同比		*2.6%*	*5.4%*	*-3.4%*	*2.8%*	*1.6%*	*9.7%*	*-8.0%*
海外产量同比		*2.2%*	*1.8%*	*-4.3%*	*1.1%*	*1.2%*	*-3.9%*	*0.6%*
全球需求同比		*2.2%*	*0.3%*	*-2.0%*	*4.1%*	*-2.8%*	*0.1%*	*-3.3%*
中国需求同比		*2.1%*	*6.1%*	*-4.8%*	*1.5%*	*1.8%*	*2.8%*	*-6.7%*
海外需求同比		*2.4%*	*-5.1%*	*0.7%*	*6.8%*	*-7.0%*	*-2.4%*	*-0.1%*

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

地缘政治扰动，宏观因素变化，进口超预期，冶炼利润超预期修复。

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