

春节有色运行情况回顾与展望

兴证期货·研发中心

2021年11月4日 星期四

有色研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

联系人

马志君

电话: 13701707743

邮箱: mazj@xzfutures.com

● 核心观点

电解铜

随着国内11月新增产逐步放量,加上疫情干扰因素明显减弱,展望2023年春节周期供应端依旧将维持高位。库存方面,预计今年春节节后累库幅度预计较2022年有所上升,但低于2020年水平,整个春季周期合计累库量预计20万吨左右。价格方面,往年在春节期间伦铜上涨概率较大,不过由于节前两周对于才能的预期定价已经很充分,预计春节期间或维持高位震荡。

电解铝

当前全行业利润尚可,冶炼厂投产积极性较高,整个春节周期供应端依旧将维持高位,环比2022年12月小幅下降,同比去年春节月份增幅或超10%。库存方面,节前国内电解铝春节累库周期早于往年,且累库斜率高于往年同期水平。整个2023年春节周期累库幅度预计接近55-65万吨,高于前期预期及往年同期水平。价格方面,当前投资者对国内经济复苏的预期非常正面,预计春节期间外盘铝价或延续偏强走势,

不过今年春节周期国内累库的压力较大，节后铝价或有回调压力。

精炼锌

冶炼厂利润处于高位水平，因此冶炼企业生产积极性大幅提升，整体锌矿供应还是维持宽松的态势。预计春节期间国内中大型原牛锌冶炼多数会维持较高的开率运行。库存方面，今年春节周期供应端同比2022年预计有所增长，接近2020年水平，整个春节周期预计累库幅度在13-15万吨，处在历年相对较高水平。价格方面，节前锌价跟随整个有色有较大的涨幅，不过相比铜价，锌的涨幅相对较小，节后锌基本面的压力较大，预计春节期间或延续多头维持高位，但涨幅或有限。

● 风险提示

供应端出现黑天鹅；国内宏观政策刺激超预期；美联储加息不及预期

报告目录

1、电解铜.....	1
1.1 春节电解铜供应情况.....	1
1.2 春节电解铜累库情况.....	2
1.3 春节电解铜进出口情况.....	2
1.4 春节铜价涨跌情况.....	3
2、电解铝.....	3
2.1 春节电解铝供应情况.....	3
2.2 春节电解铝累库情况.....	4
2.3 春节电解铝进出口情况.....	5
2.4 春节铝价涨跌情况.....	6
3、精炼锌.....	7
3.1 春节精炼锌供应情况.....	7
3.2 春节精炼锌累库情况.....	8
3.3 春节精炼锌进出口情况.....	9
3.4 春节锌价涨跌情况.....	9
分析师承诺.....	11

图目录

图 1: SMM 国内电解铜产量 (吨)	1
图 2: SMM 国内铜冶炼开工率 (%)	1
图 3: SMM 国内电解铜产量 (吨)	1
图 4: SMM 国内铜冶炼开工率 (%)	1
图 5: 中国电解铜进口量 (吨)	3
图 6: 电解铜现货进口盈亏 (元/吨)	3
图 7: SMM 国内电解铝产量 (万吨)	4
图 8: SMM 国内电解铝开工率 (%)	4
图 9: SMM 中国电解铝年化产能 (万吨)	4
图 10: SMM 国内电解铝冶炼利润 (元/吨)	4
图 11: 中国电解铝净进口量 (万吨)	6
图 12: 电解铝现货进口盈亏 (元/吨)	6
图 13: SMM 国内精炼锌产量 (万吨)	7
图 14: SMM 国内锌冶炼开工率 (%)	7
图 15: SMM 国产锌冶炼平均利润 (元/吨)	8
图 16: Mysteel 国内锌冶炼检修减产量 (万吨)	8

图 17: 中国精炼锌净进口量 (万吨) 9
图 18: 精炼锌现货进口盈亏 (元/吨) 9

表目录

表 1: 2019-2022 春节铜冶炼生产情况 1
表 2: 2019-2022 电解铜春节累库情况 2
表 3: 2016-2022 春节 LME 铜涨跌情况 3
表 4: 2019-2022 春节电解铝生产情况 4
表 5: 2019-2022 铝锭春节累库情况 5
表 6: 2019-2022 铝棒春节累库情况 5
表 7: 2016-2022 春节 LME 铝涨跌情况 6
表 8: 2019-2022 春节锌冶炼生产情况 7
表 9: 2019-2022 锌锭春节累库情况 8
表 10: 2016-2022 春节 LME 锌涨跌情况 10

1、电解铜

1.1 春节电解铜供应情况

2022年12月国内电解铜实际产量87.00万吨，环比下降3.30%，同比基本持平，12月电解铜产量出现下滑，主要由于有大型冶炼企业检修。展望1月，随着部分检修企业12月检修后恢复生产，11月新增产逐步放量，加上疫情干扰因素明显减弱。预计产量回升较为明显。另外市场冷料供应紧张局面有所缓解，铜矿原料供应正常，给予企业生产一定支撑。预计整个春节周期供应端依旧将维持高位，环比2022年12月增长3%，同比去年春节月份增幅超7%。

表 1: 2019-2022 春节铜冶炼生产情况

单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2023E	同比
春节前一月电解铜产量	73.62	80.55	79.83	81.81	87.00	6.34%
春节当月电解铜产量	71.96	72.59	82.18	83.57	89.50	7.10%
春节后一月电解铜产量	75.11	68.31	86.05	84.85	90.00	6.07%

数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 1: SMM 国内电解铜产量 (吨)

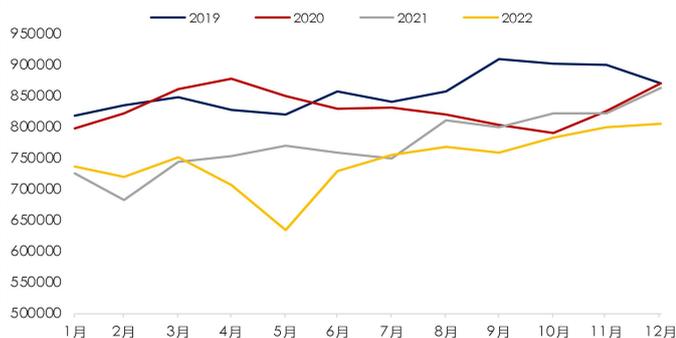
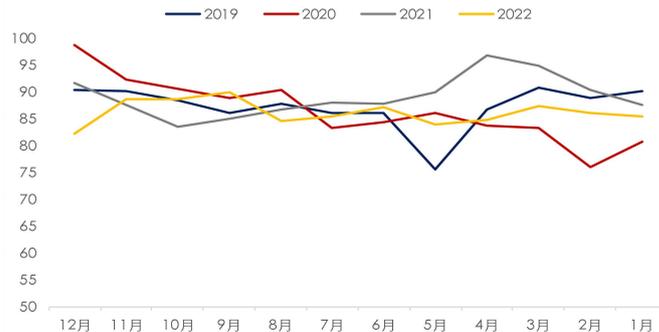
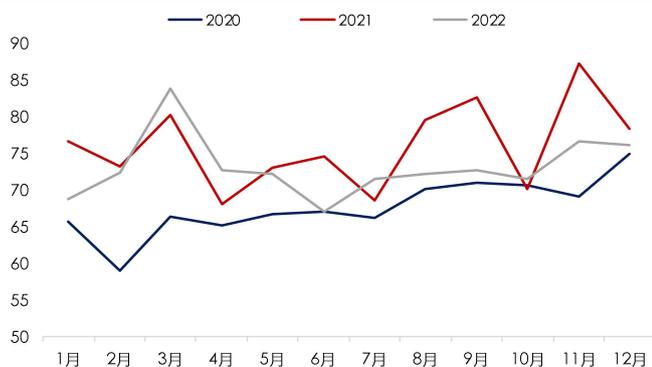


图 2: SMM 国内铜冶炼开工率 (%)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 3: SMM 国内粗铜产量 (万吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 4: SMM 进口铜精矿指数 (美元/吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

1.2 春节电解铜累库情况

根据 SMM 数据，截止春节前两周国内电解铜合计累库幅度达到 7.7 万吨，创下近 5 年以来的新高，显示当前需求端的疲软。下游消费疲软多数再生铜杆厂比往年提早 5-7 天休假。终端方面，线缆企业陆续进入春节假期，线缆消费也愈发清淡，当前下游多数下游中小型电线电缆厂已停工。此外，12 月国内解封疫情的爆发也导致需求端受到抑制。

展望节后，随着解封春节期间人员流动较前两年大幅增加，节后存在外地员工到港延后的风险，预计节后下游实际复工可能要到元宵以后。不过由于节前下游的提前放假，以及国内外宏观情绪良好，市场普遍对节后的需求较为乐观。回顾过完几年数据，历年春节前后六周总累库 15-30 万不等。2020 年由于疫情初次爆发导致经济停摆需求下滑，2021 年出现去库，主要由于需求端的大幅爆发。预计今年春节节后累库幅度预计较 2022 年有所上升，但低于 2020 年水平，整个春季周期合计累库量预计 20-23 万吨左右。

表 2：2019-2022 电解铜春节累库情况（万吨，社会库存+保税区）

年份	库存基数	节前三周	增量	节前二周	增量	节前一周	增量	春节期间	增量	节后一周	增量	节后二周	增量	合计增量
2019	58.74	57.84	-0.9	57.36	-0.48	61.54	+4.18	66.88	+5.34	76.85	+9.97	77.49	+0.64	+18.75
2020	36.67	36.55	-0.12	38.51	+1.96	40.9	+2.39	43.3	+2.40	57.91	+14.61	65.55	+7.64	+28.88
2021	59.39	59.91	+0.52	60.67	+0.76	62.53	+1.86	62.78	+0.25	59.24	-3.54	56.93	-2.31	-2.46
2022	22.89	24.61	+1.72	25.01	+0.40	26.95	+1.94	26.95	0	38.86	+11.91	42.51	+3.65	+19.68
2023	12.93	17.50	+4.57	20.63	+3.13									?

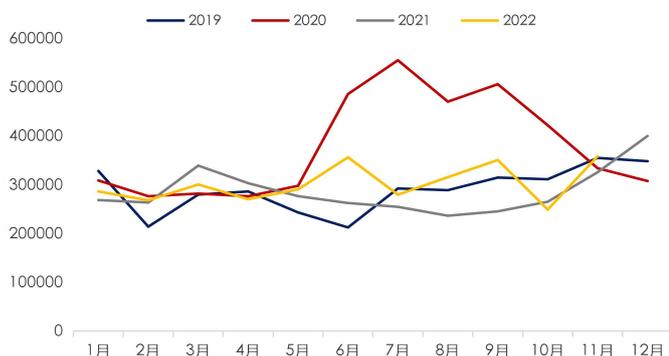
数据来源：SMM，兴证期货研发部

1.3 春节电解铜进出口情况

回顾去年春节，2022 年 2 月 LME 出现金属极端挤仓，铜内外负价差快速拉大，国内冶炼厂积极出口，这在一定程度上缓解了国内累库压力。2022 年 12 月以来，铜价在做海外宏观资金的拉动下，快速上行。而国内随着消费进入淡季，供需逐步走弱，铜内外负价差已经逐步转向偏极端。

展望春节周期，当前内外价差再度出现拉大的情况，不过随着短期铜价大幅上行告一段落，预计春节周期价差或将维持在高位，国内电解铜出口的情况再度打开，在一定程度上将减少春节周期国内电解铜的累库情况。

图 5：中国电解铜进口量（吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 6：电解铜现货进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

1.4 春节铜价涨跌情况

回顾过往春节期间伦铜涨跌来看，大多数年份伦铜在春节期间是上涨的，国内春节期间出现政策扰动的真空期，而节后便是中国即将到来的消费旺季，投资者往往在这个时间段会抱有较高的预期拉高价格，等待中国消费者开市后买入。

2023 年春节前，由于投资者预期国内政府将出台刺激政策提振经济，投资者对国内经济复苏的预期非常正面，沪铜在春节前两周上涨 5.3%，在春节前一周（截止 1 月 18 日）上涨 2.4%。不过由于节前两周对于才能的预期定价已经很充分，预计春节期间或维持高位震荡。

表 3：2016-2022 春节 LME 铜涨跌情况

	春节前一周	春节期间	春节后一周
2016	2.20%	-2.70%	-1.50%
2017	4.00%	1.00%	-2.30%
2018	2.60%	2.00%	1.70%
2019	2.00%	1.00%	-0.30%
2020	-2.40%	-6.10%	-4.80%
2021	4.20%	1.50%	7.80%
2022	-1.40%	1.20%	1.70%
2023	-0.42%		

数据来源：LME，兴证期货研发部

2、电解铝

2.1 春节电解铝供应情况

当前全行业利润尚可，冶炼厂投产积极性较高，各地除贵州省外电解铝厂生产维持，且投

专题报告

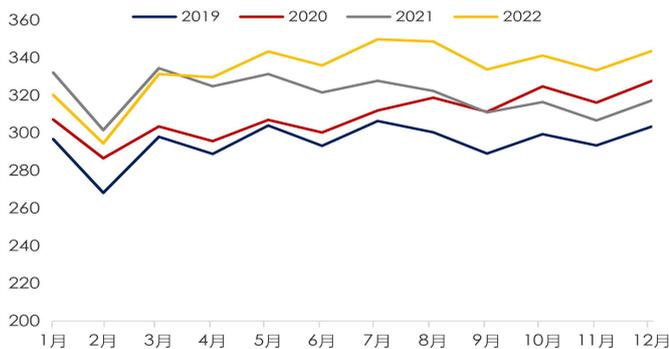
复产积极性也较高。根据 SMM 数据，截止 2023 年一月中旬，国内电解铝运行产能初值在 4089 万吨左右，较去年春节前增加近 5%，春节当月日均产量预计同比增加 0.34 万吨/天，增幅达 3.2%。随着 2023 年春节假期期间电解铝产能产量均高于往年同期水平，而 2022 年 12 月铝水比例已环比下降 3.7 个百分点，预计 2023 年 1 月仍有下降空间。预计整个春节周期供应端依旧将维持高位，环比 2022 年 12 月小幅下降，同比去年春节月份增幅或超 10%。

表 4：2019-2022 春节电解铝生产情况

单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2023E	同比
春节前一月运行产能	3630.50	3626.50	3969.0	3898.0	4089.0	4.90%
春节前一月电解铝产量	296.90	303.60	332.30	320.40	343.80	7.30%
春节当月电解铝产量	268.30	307.30	301.70	294.60	330.00	12.02%
春节后一月电解铝产量	298.10	286.70	334.60	331.50	345.00	4.07%

数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 7：SMM 国内电解铝产量（万吨）



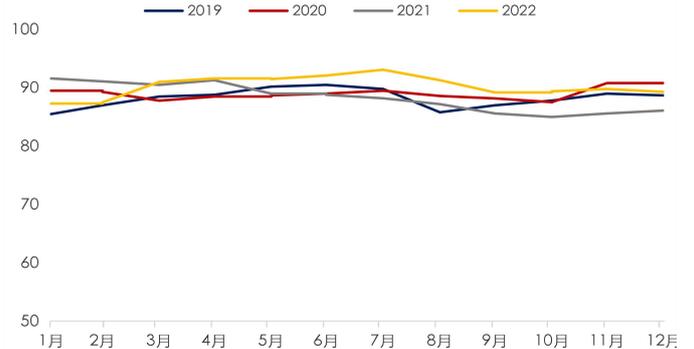
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 9：SMM 中国电解铝年化产能（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 8：SMM 国内电解铝开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：SMM 国内电解铝冶炼利润（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2 春节电解铝累库情况

根据 SMM 数据，截止春节前两周国内铝锭累库幅度达到 11.43 万吨，累库量同样创下近五年新高；同期铝棒据累库幅度 3.4 万吨，低于往年水平。SMM 调研，元旦后国内铝下游加工企业开工率基本断崖式下跌，其中铝型材下滑幅度最大，主因部分大规模企业停产进入假期。因订单不佳，下游中小规模型材企业至 10 号基本均已放假停产，仅少部分大规模型材企业继续开工消化订单。

展望节后，节后复工同样受到人员流动加大的影响，预计节后下游实际复工要到元宵以后。回顾过完几年数据，历年春节期间累库 12-20 万吨，春节前后六周总累库 30-50 万不等。2020 年和 2021 年的累库幅度较大，前者由于疫情初次爆发导致经济停摆需求下滑，后者由于供应端大幅放量导致累库。今年春节周期供应端运行产能同比去年有 5% 的增长，因此预计 2023 年春节后电解铝库存高位在 115 万吨-125 万吨左右，累库幅度预计接近 55-65 万吨，高于前期预期及往年同期水平。

表 5: 2019-2022 铝锭春节累库情况 (万吨)

年份	库存基数	节前三周	增量	节前二周	增量	节前一周	增量	春节期间	增量	节后一周	增量	节后二周	增量	合计增量
2019	128.2	126.4	-1.8	125.92	-0.48	133.42	7.5	151.82	18.4	157.32	5.5	162.82	5.5	39
2020	61	61	0	62.96	1.96	68.96	6	88.36	19.4	94.46	6.1	109.26	14.8	48.3
2021	66.9	68.2	1.3	68.96	0.76	75.06	6.1	87.66	12.6	105.76	18.1	114.86	9.1	50.4
2022	77.6	72.4	-5.2	72.8	0.4	72.8	0	86.8	14	99.1	12.3	108.1	9	29.9
2023	49.3	57.6	8.3	64.2	6.6	74.4	10.2							?

数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 6: 2019-2022 铝棒春节累库情况 (万吨)

年份	库存基数	节前三周	增量	节前二周	增量	节前一周	增量	春节期间	增量	节后一周	增量	节后二周	增量	合计增量
2019	9	8.1	-0.9	8.8	0.7	11.1	2.3	15.8	4.7	17.1	1.3	16.6	-0.5	7.6
2020	5	5.3	0.3	6.6	1.3	10	3.4	14.7	4.7	17.1	2.4	19.4	2.3	14.4
2021	8.3	9.9	1.6	12.8	2.9	16.5	3.7	21.4	4.9	23.9	2.5	24.6	0.7	16.3
2022	11.3	14	2.7	17.7	3.7	21.2	3.5	25	3.8	26.8	1.8	26.5	-0.3	15.2
2023	6.1	8	1.9	9.5	1.5									?

数据来源：SMM，兴证期货研发部

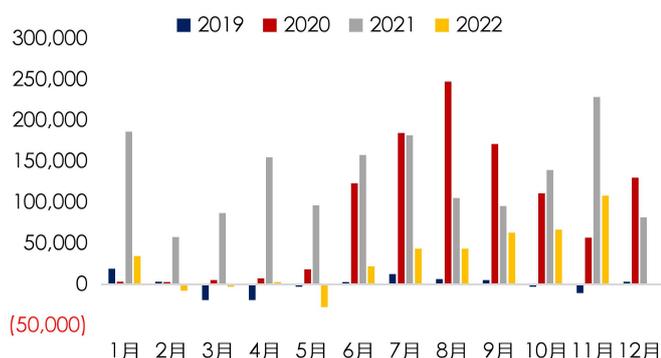
2.3 春节电解铝进出口情况

自 2022 年下半年以来，国内铝锭进口窗口开始打开，进口亏损缩小至百元/吨以内，随着美国高强度加息，海外经济下行的情况下，海外铝需求不佳。而国内下半年随着疫情好转，专

项债落地，国内需求自 8 月开始有较大的爆发。6-11 月份国内原铝及铝合金的净进口量缓慢回升。

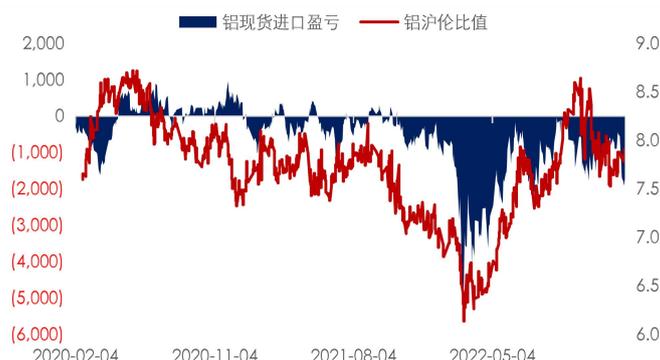
展望 2023 年春节前后，国内疫情管控放松，货物通关以及运输问题得以缓解，叠加 11 至 12 月进口亏损收窄至千元以内，预计春节前后进口铝锭及铝合金将有所流入，同时疫情防疫政策调整后，也将推升废铝供给，并对原铝供给进行补充。

图 11：中国电解铝净进口量（万吨）



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 12：电解铝现货进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.4 春节铝价涨跌情况

回顾过往春节期间伦铝涨跌来看，近几年春节期间铝价涨跌频率基本持平，不过整体波动幅度较大，且较多与节前一周走势相反。今年春节前一周，铝价在经历一波较大幅度的反弹之后有所调整，但大趋势上延续多头。主要系 2023 年春节前，由于投资者预期国内政府将出台刺激政策提振经济，市场对国内经济复苏的预期非常正面。展望后市，预计外盘铝价或延续偏强走势，不过今年春节周期国内累库的压力较大，节后铝价或有回调压力。

表 7：2016-2022 春节 LME 铝涨跌情况

	春节前一周	春节期间	春节后一周
2016	-0.99%	4.75%	-0.25%
2017	-1.41%	0.88%	1.96%
2018	3.68%	-2.36%	0.05%
2019	1.40%	-3.59%	0.08%
2020	-1.27%	-3.23%	-0.23%
2021	2.38%	3.34%	0.98%
2022	-1.91%	5.01%	0.19%
2023	-0.77%		

数据来源：LME，兴证期货研发部

3、精炼锌

3.1 春节精炼锌供应情况

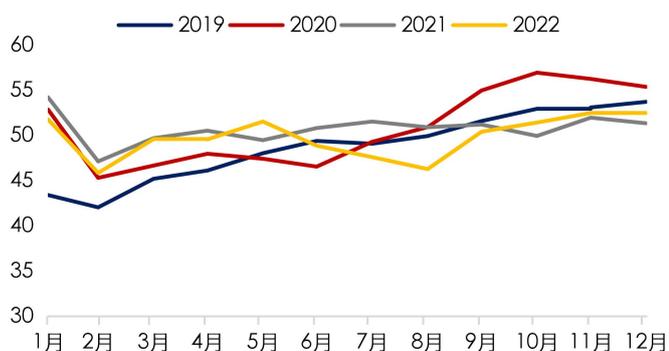
从供应方面来看，2022年12月SMM中国精炼锌产量为52.58万吨，环比增加0.21%，同比增加2.43%。2022年下半年国内外锌矿加工费开始大幅攀升，国产锌矿加工费涨至5650元/吨，进口锌矿加工费升至260美元/吨，冶炼厂利润处于高位水平，因此冶炼企业生产积极性大幅提升，整体锌矿供应还是维持宽松的态势。预计春节期间国内中大型原牛锌冶炼多数会维持较高的开率运行。根据Msteel调研，2023年1月计划及非计划检修影响量预计在3.0万吨左右，湖南地区再生锌基本减停产，因此精炼锌计划产量有所下滑，不过考虑到河南金利在1日中上旬正式投产出锌。因此预计整个春节周期供应端依旧将维持高位，环比2022年12月基本持平，同比去年春节月份增幅或超10%。

表 8：2019-2022 春节锌冶炼生产情况

单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2023E	同比
春节前一月精炼锌产量	43.40	53.70	54.20	51.76	52.58	1.58%
春节当月精炼锌产量	42.04	52.85	47.12	45.84	52.00	13.44%
春节后一月电解铝产量	45.20	45.30	49.69	49.59	53.00	6.88%

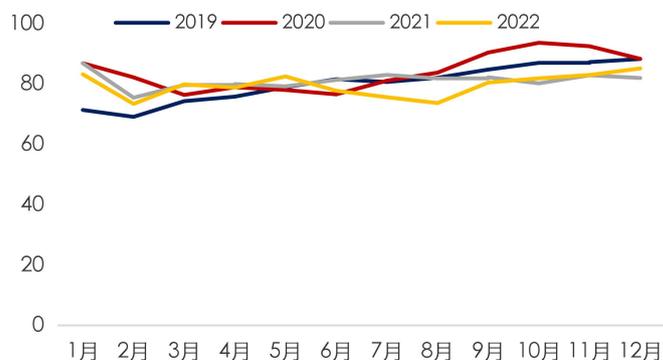
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13：SMM 国内精炼锌产量（万吨）



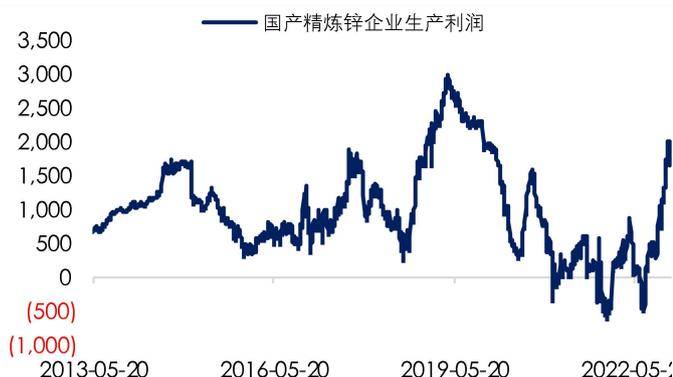
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 14：SMM 国内锌冶炼开工率（%）



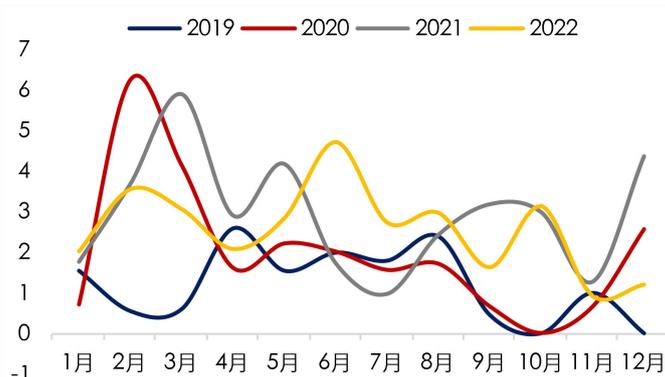
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 15: SMM 国产锌冶炼平均利润 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: Mysteel 国内锌冶炼检修减产产量 (万吨)



数据来源: Msteel, 兴证期货研发部

3.2 春节精炼锌累库情况

根据 SMM 数据, 截止春节前两周国内锌锭累库幅度达到 2.44 万吨, 累库量略高于往年水平。SMM 调研, 元旦后国内铝下游加工企业开工率基本断崖式下跌, 其中铝型材下滑幅度最大, 主因部分大规模企业停产进入假期。因订单不佳, 下游中小规模型材企业至 10 号基本均已放假停产, 仅少部分大规模型材企业继续开工消化订单。

展望节后, 年后工人返工率未知, 同时消费的落实尚需一定时间。因此保守来看, 受春节假期及北方冰封的影响, 一季度锌锭消费或难见到较大起色。根据过往数据统计, 历年春节前后六周总累库 10-15 万不等。2020 年和 2022 年的累库幅度较大, 前者由于供给端锌锭大量释放, 当时冶炼厂原料供应充足, 加工费带动冶炼厂利润处于高位水平, 锌锭大量释放, 后者年初疫情影响导致消费出现断崖式下跌。今年春节周期供应端同比 2022 年预计有所增长, 接近 2020 年水平, 整个春节周期预计累库幅度在 13-15 万吨, 处在历年相对较高水平。

表 9: 2019-2022 锌锭春节累库情况 (万吨)

年份	库存基数	节前三周	增量	节前二周	增量	节前一周	增量	春节期间	增量	节后一周	增量	节后二周	增量	合计增量
2019	10.7	11.3	0.6	11.9	0.6	12.6	0.7	18.3	5.7	20.4	2.1	21.1	0.7	10.4
2020	10.8	10.9	0.1	11.2	0.3	12.9	1.7	18.9	6	21.7	2.8	26.1	4.4	15.3
2021	14.2	13.8	-0.4	15.4	1.6	16.7	1.3	22.4	5.7	26.2	3.8	25.9	-0.3	11.7
2022	12.6	12.4	-0.2	13.5	1.1	16.2	2.7	21.9	5.7	24.4	2.5	26.4	2	13.8
2023	5.47	6.72	1.25	7.91	1.19									

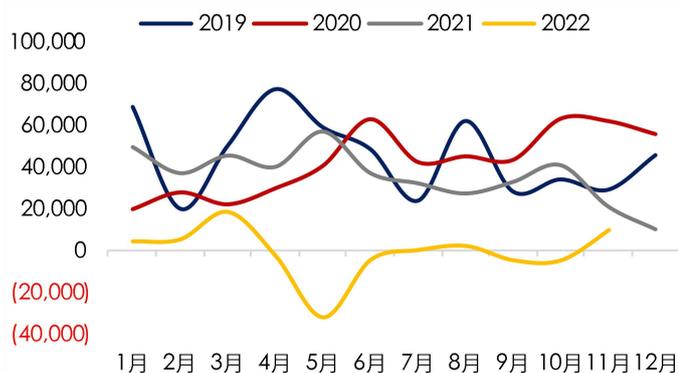
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.3 春节精炼锌进出口情况

2022 年锌锭现货进口的窗口长期处在关闭的状态，进入下半年，随着美国高强度加息，海外经济下行的情况下，国内下半年随着疫情好转，专项债落地，国内需求自 8 月开始有较大的爆发，导致内外表有所收敛，10 月锌锭进口窗口更是一度打开。

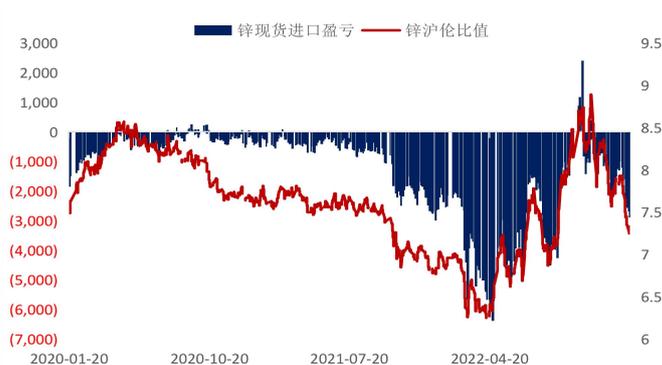
展望 2023 年春节前后，国内疫情管控放松，货物通关以及运输问题得以缓解。不过随着国内供需逐步宽松，当前锌的内外比价再度走阔，12 月至 1 月锌锭进口亏损扩张至 3000 千元以上，而当前价差锌锭出口盈利空间不大，预计春节前后锌锭进出口流动将较小。

图 17: 中国精炼锌净进口量 (吨)



数据来源：海关数据，兴证期货研发部

图 18: 精炼锌现货进口盈亏 (元/吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.4 春节锌价涨跌情况

从我们统计的春节期间锌价的涨跌来看，大多数年份锌价在春节之前是上涨的，春节期间伦锌也会延续此前的涨势。2020 年的情况比较特殊，在当年春节期间沪锌出现较大幅度的下跌。2020 年春节期间，由于新冠疫情影响，中国在春节前采取了较为严厉的疫情管制措施，国内锌锭春节累库幅度凸显，对节后锌价均形成了压制，节后锌价表现明显偏弱。其它年份的春季累库幅度中性或偏低，对锌价的压力较小。

2023 年春节前，由于投资者预期国内政府将出台刺激政策提振经济，投资者对国内经济复苏的预期非常正面，锌价跟随整个有色有较大的涨幅，不过相比铜价，锌的涨幅相对较小，节后锌基本面的压力较大，预计春节期间或延续多头维持高位，但涨幅或有限。

表 10：2016-2022 春节 LME 锌涨跌情况

	春节前一周	春节期间	春节后一周
2016	5.00%	-2.94%	6.00%
2017	1.88%	0.83%	5.06%
2018	5.46%	-1.58%	-4.13%
2019	2.77%	-4.43%	2.07%
2020	-3.77%	-5.56%	-2.26%
2021	5.70%	1.06%	-3.02%
2022	0.22%	-0.06%	0.17%
2023	1.05%		

数据来源：LME，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。