

2021年4月8日 星期四

原料端支撑犹存 锌价维持高位运行



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●一季度海外疫情反复，锌矿供应尚未恢复至疫情前水平，国内季节性影响矿山复产缓慢，叠加内蒙“能耗双控”干扰当地矿产产出。今年长协加工费同比大降至159美元/吨，且低于市场预期，但高于当前国内进口加工费，凸显国内原料紧张格局。4月国内外月度加工费暂时维稳，但拐点或需等待至二季度后。原料紧缺及利润低位限制炼厂生产积极性，加之内蒙“能耗双控”增加当地炼厂检修量，3月精炼锌产出不足50万吨，低于预期，且4月检修企业增多，限制产量增幅。

●下游方面，自两会环保影响减弱后逐步复苏，带动社会库存率先去化。从现货市场接受度来看，锌价跌至21000-21500元/吨区间，下游采购积极性显著增加。终端来看，消费驱动力有所减弱，专项债额度减少令基建投资边际放缓，但房地产竣工回暖及汽车、家电需求尚存，支撑了终端的消费韧性。整体来看，供应端仍对锌价构成支撑，下游需求旺季将带动库存持续去化。但当前美元维持偏强格局，且国家抛储传言尚未伪证，限制了多头信心，4月预计锌价大概率维持高位运行，区间在21200-22500元/吨。

风险提示：宏观风险，需求弱于预期

目录

一、锌市场行情回顾	4
二、锌基本面分析	4
1、全球锌矿供应尚未恢复至疫情前水平	4
2、加工费仍有下行压力	5
3、炼厂检修增多，精炼锌产出或低于预期	7
3、初端延续复苏态势，关注退税政策情况	9
4、终端消费板块韧性较强	10
6、LME 库存高位运行，国内开启去库周期	12
三、总结与后市展望	13

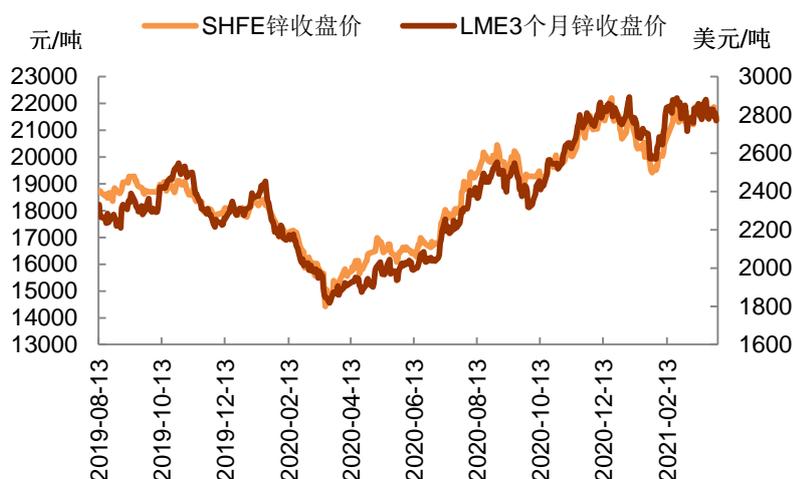
图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 全球锌矿月度产量	5
图表 3 全球锌市月度供需情况	5
图表 4 国内加工费维稳，拐点仍需等待	6
图表 5 锌矿累计进口量低于预期	6
图表 7 国内精炼锌产量	7
图表 8 国内矿山及炼厂利润变化	7
图表 9 4 月冶炼厂检修复产情况（万吨）	8
图表 10 精炼锌累计进口量同比大增	8
图表 11 进口维持亏损	8
图表 12 镀锌企业开工率	9
图表 13 压铸锌企业开工率	9
图表 14 氧化锌企业开工率	10
图表 15 年初基建投资增速延续放缓	11
图表 16 近年专项债限额额度	11
图表 17 地产销售火爆，竣工持续回暖	12
图表 18 需求尚存，中长期低增速	12
图表 19 白色家电景气度延续向上	12
图表 20 白色家电出口带动为主	12
图表 21 上期所库存先增后减少	13
图表 22 LME 库存高位震荡	13
图表 23 社会库存开启去库	13
图表 24 保税区库存小幅回落	13

一、锌市场行情回顾

3月沪锌主力ZN2105期价呈现高位震荡的走势，月度涨幅达0.61%。月初，鲍威尔讲话未提及任何压低利率的措施，市场失望，美债收益率延续涨势，风险资产承压。同时受镍遭抛售的连锁反应，锌价短暂跌破21000元/吨支撑。随后，美国1.9万亿刺激计划政策落地，国内2月社融数据超预期，中美即将启动高层战略对话，市场风险偏好回暖，美元回落，锌价反弹走高。但因中美高层对话强硬及欧洲第三波疫情来袭，市场避险情绪增加，沪锌再度回调。随后美联储允许因疫情而推出的资本金要求豁免期限到期，美元下挫，叠加内蒙能耗双控波及矿及冶炼产出，提振沪锌一度反弹至22465元/吨，达近两年来的高位。不过，市场传言国家抛储，多头信心大受打击，锌价高位回落。但随着社会库存持续去化，限制锌价回调幅度。但拜登宣布2.25万亿基建和就业支持计划，带动美元偏强运行也限制锌价上涨空间。截止至3月31日，沪锌主力收至21560元/吨。伦锌呈现“V”字形走势，4日受镍遭抛售拖累，一度触底2627美元/吨后小幅回弹。随后横盘震荡，收至2808.5美元/吨，月度涨幅达1.01%。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

二、锌基本面分析

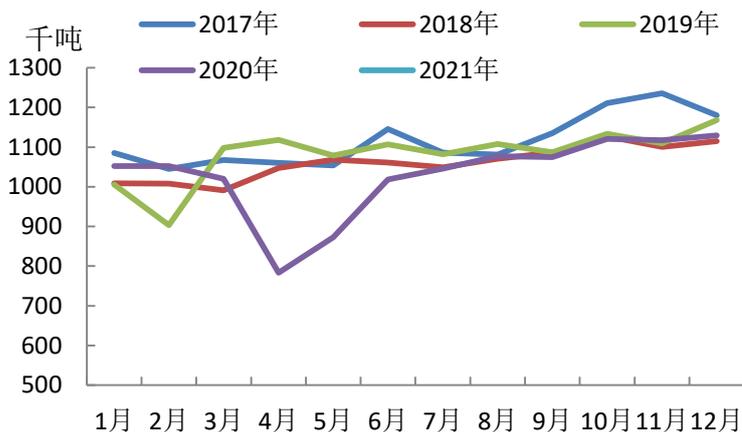
1、全球锌矿供应尚未恢复至疫情前水平

2021年预计海外矿山增量在30-40万吨，大概率仅弥补2020年的减量或微增。增量主要来自2020年因疫情推迟建设的项目、因事故停产的项目恢复及新增或升级项目。2021年国内锌矿增量预计在国内预计增加15万吨，全球合计在45-55万吨。展望未来几年，海外矿山项目

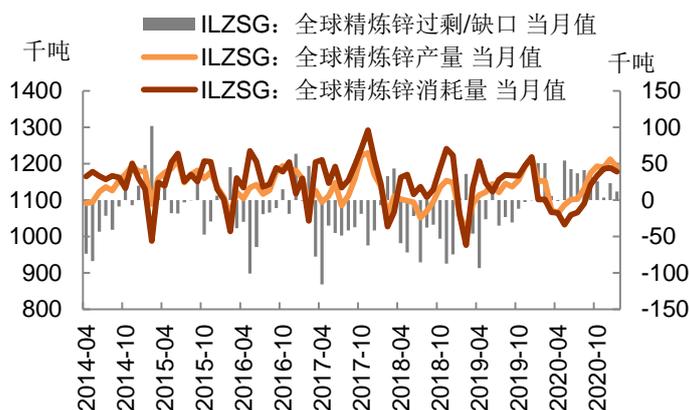
增量难以弥补部分矿山的退出，锌精矿增产周期可能会迎来拐点。

ILZSG 最新数据显示，2021年1月全球锌矿产量达104.21万吨，同比减少0.97%。精炼锌产量达119.02万吨，同比增加3.25%，消费量达117.85万吨，同比增加6.97%。全球锌市供应过剩规模从去年12月的23,500吨降至11,700吨。数据来看，全球锌矿产出尚未完全恢复至疫情前的水平，而疫情后周期中精炼锌需求恢复快于产出，令全球供需过剩幅度大幅收窄。

图表 2 全球锌矿月度产量



图表 3 全球锌市月度供需情况



数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

2、加工费仍有下行压力

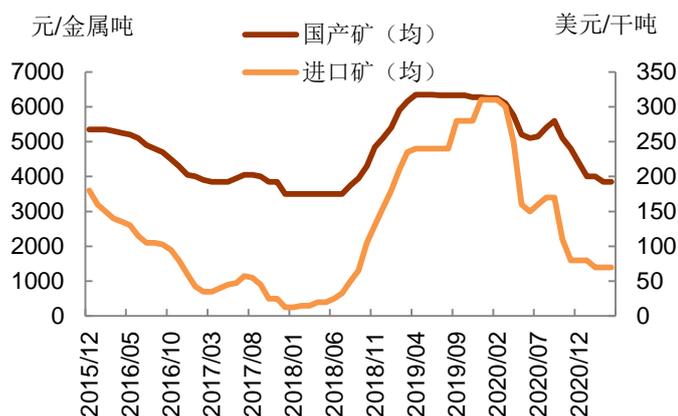
内蒙古3月10日颁发的《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》中指出，2021年—2023年重点对钢铁、电解铝、铁合金、电石、铜铅锌、化工、建材等高耗能行业重点用能企业实施节能技术改造。要求内蒙古地区铅锌矿企业及电解锌冶炼厂被要求当年能耗程度不得超过去年同期能耗水平，由于企业短期内难以通过改进工艺的方式明显降低单位能耗，这一措施实际上在倒逼冶炼厂及矿山减产。

受“能耗双控”影响，内蒙古锌精矿产量较原3月预期下降5500金属吨，且部分矿山推迟复工时间至4月初。同时，受季节性限制，3月矿山恢复缓慢，恢复正常生产要等到4、5月份。且近年国内矿山品位下降、环保影响，限制了矿山产出增速。月中，进口矿进口窗口短暂开启，但进口矿加工费偏低，冶炼企业接受度不高。与此同时，国内冶炼厂节后厂区库存较低，由此前的25-30万吨/天的水平降至20万吨/天左右，补库需求较强，令加工费承压。从月度数据来看，4月加工费报收3700-4000元/吨，进口矿加工费报收65-75美元/干吨，两者均值暂时维稳。但不表示加工费拐点将至，一方面内蒙“能耗双控”政策是中长期的一个影响因素，或制约当期二季度矿端产出，另一方面，二季度南美地区处于冬季，疫情影响因素仍存，且秘鲁4月11日举行总统选举，国内政局的不确定性也将制约锌矿产出及发运。从目前全球锌矿产出恢复情况来看，预计矿端紧缺问题或延续至二季度之后。

4月7日，泰克资源与韩国高丽亚铅就锌精矿的2021年度供应长单达成协议，最终敲定的锌精矿Benchmark加工费为159美元/干吨，同比2020年下跌140.5美元/干吨，也低于市场主流180-210美元/干吨的预期价格。显示当前矿端仍具有绝对的话语权，不过基准价仍较当前国内进口加工费高一倍，凸显了当前国内锌矿紧缺度。

锌矿进口方面，海关数据显示，2021年1-2月累计进口锌精矿共为67.976万吨，累计同比减少1.88%，进口量低于预期。其中1月进口锌精矿达41.0381万吨，2月进口锌精矿达26.9378万吨。去年10-11月冶炼厂签订的进口长单于1-2月集中到港，其中澳大利亚及秘鲁地区进口增量明显；但2月春节长假影响矿山贸易环节，且冶炼厂对低加工费进口矿接受度较差，冬储备库量较往年有所下降，导致1-2月进口量同比降低。后期来看，1月底为应对疫情，秘鲁10个区进入封锁，3月中旬秘鲁全国的货车运输宣布罢工，这将影响3、4月份该国锌矿的到港量。不过，3月炼厂恢复生产，增加对进口矿需求，且进口窗口持续开启，预计3月进口量环比增加万余吨至28万吨。

图表4 国内加工费维稳，拐点仍需等待



图表5 锌矿累计进口量低于预期



数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表6 年度长协加工费



数据来源: 新闻整理, 铜冠金源期货

3、炼厂检修增多，精炼锌产出或低于预期

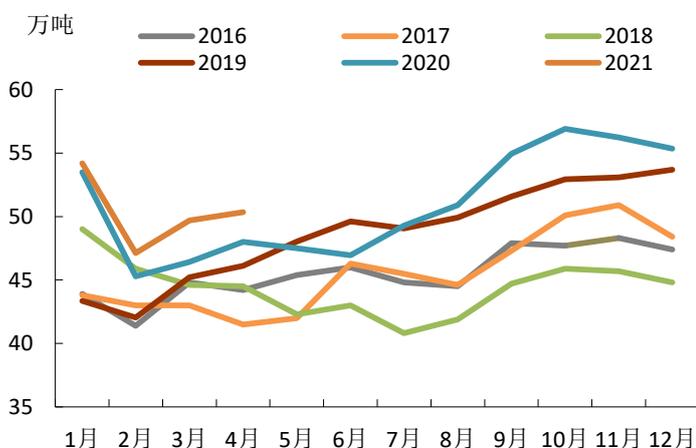
SMM：3月精炼锌产量49.69万吨，环比增加5.44%，同比增速6.49%。1-3月累计产量151万吨，累计同比增加4.30%。3月国内精炼锌供应恢复量不及预期。主因：一方面，内蒙“能耗双控”影响扩展至冶炼端，紫金、兴安铜锌及呼伦贝尔驰宏增加减产产量达9000吨，减产量超市场预期；另一方面，受原料短缺及利润偏低影响，部分企业继续降低生产计划，检修企业集中在四川、陕西及云南等地。进入4月，预计国内精炼锌产量环比增加6500吨至50.34万吨，整体恢复量依然不及预期。因为湖南地区环保督察组入驻，部分地区再生锌企业减停产应对；另4月云南及新疆地区部分炼厂常规检修，进一步导致国内精炼锌产量环比下降。

此外，内蒙“能耗双控”为中长期影响因素。而据安泰科统计，2020年内蒙古锌冶炼产能和产出量分别为74.0万吨和66.3万吨，分别占到全国的11.8%和12.5%。当地冶炼企业有四家冶炼企业，包括中色锌业、兴安铜锌、紫金有色和驰宏矿业。若后期四家炼厂生产受限严重的话，将大幅降低国内精炼锌月度产出。

从矿企和冶炼厂利润分配情况来看，矿企吞噬了大部分利润，截止至3月底，矿企利润约3500元/吨，处于2018年10月以来的高位。而冶炼企业则由盈利转为小幅亏损，截至3月底，亏损幅度达350元/吨左右，这也是自2019年1月以来，冶炼企业利润再度跌至盈亏线下，降低了企业产出积极性。

进出口情况，海关数据显示，2021年1-2月进口精炼锌8.73万吨，同比大增60.15%，其中1月进口量5万吨，2月进口量3.73万吨，合计出口精炼锌0.09万吨，即2021年1-2月净进口8.64万吨。期间进口窗口短暂开启且非盈利长单大量报关，带动进口同比大幅回升。3月来看，进口窗口间接性开启，且国内炼厂检修增加叠加需求恢复，带动对低价进口货源的需求，预计锌锭进口量环比小增。

图表 7 国内精炼锌产量



图表 8 国内矿山及炼厂利润变化



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表 9 4月冶炼厂检修复产情况(万吨)

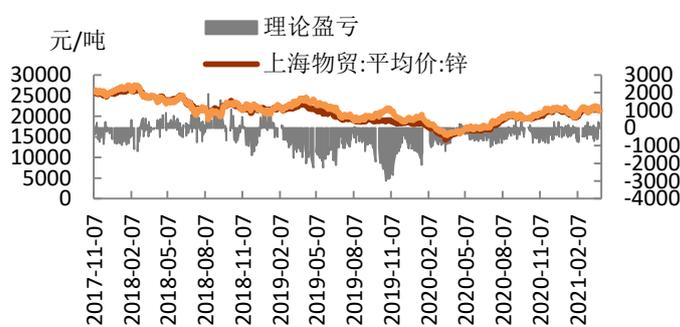
企业名称	时间	备注	环比影响量
蒙自矿冶	4月	检修	(4200)
汉中锌业	4月	控产	(2000)
云南金鼎	4月	4月11日检修	(3000)
罗平锌电	4月	检修复产	3000
湖南三立	4月	检修复产	5000
源富锌业	4月	提产	2000
湖南太丰	4月	检修复产	2500
兴安铜锌	4月	计划复产	2000
四川四环	4月	检修复产	3000
河池南方	4月	检修复产	1000
内蒙紫金	4月	恢复生产	6000
呼伦贝尔驰宏	4月	检修	(11200)
成州矿冶	4月	复产	8000
甘肃宝徽	4月	检修复产	3000
鑫联环保	4月	4月11日检修	(1000)
春城锌业	4月	环保组巡视检查, 具体复产时间等通知	(4000)
华峰锌业	4月	环保组巡视检查, 具体复产时间等通知	(5000)
新疆紫金	4月	4月中旬电解检修	(5500)
保靖锌业	4月	复工	1000
其它	4月	产量波动	5086
合计			5686

数据来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 10 精炼锌累计进口量同比大增



图表 11 进口维持亏损



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

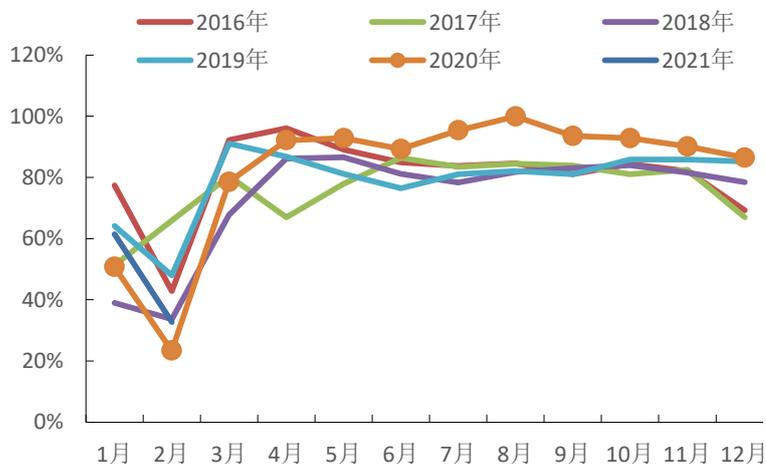
3、初端延续复苏态势，关注退税政策情况

锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。其中镀锌用途广泛，需求量大，是驱动锌需求的重要动力。镀锌产品耐腐蚀性优越，环保无公害，产品性能稳定，易焊接，广泛应用于建筑行业（阳台面板、卷帘门、雨水管道等）、家用电器（冰箱、洗衣机、空调等）、家具行业（灯罩、衣柜、桌子等）、运输行业（汽车外壳、车厢板、集装箱、轮船隔仓板等）等。

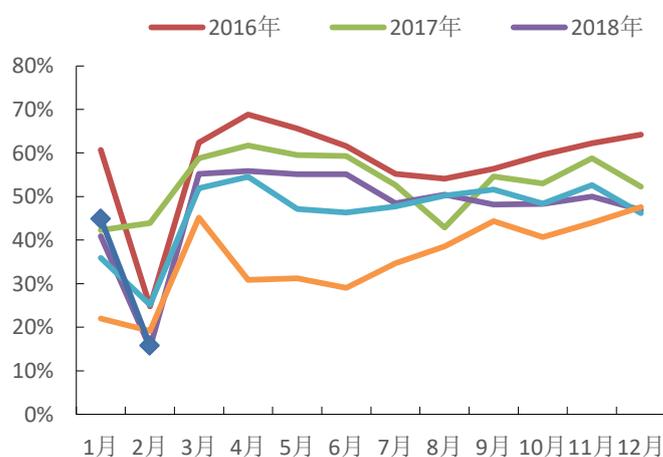
从企业开工来看，两会后下游恢复态势较为良好。分板块来看，镀锌板块，随着终端回暖，北方镀锌板成品库存有所下降，但镀锌结构件成品库存压力仍较大。华北地区大厂恢复满产，华东地区结构件订单明显好转。压铸锌合金板块，华东地区合金订单情况较好，主要增长在五金家具、锁具版块订单增加；受原料价格高企影响，海外订单略有小幅下降。华南地区小五金、拉链订单较好。氧化锌板块，汽车版块需求好转，带动氧化锌企业订单持续增加，同时电子版块及医药行业订单也恢复至正常水平。不过近期河北及内蒙地区环保限制了大中型企业生产，行政影响减弱后氧化锌需求将进一步释放。

3月底财政部和国家税务总局将联合发布《关于调整相关产品出口退税率的公告》，自4月10日起执行。调整后，冷轧、镀锌等高附加值产品调整为4%。据悉，锌相关产品出口占锌消费16%左右，市场担忧出口退税政策调整及原料绝对价格偏高或制约后期消费增长。

图表 12 镀锌企业开工率

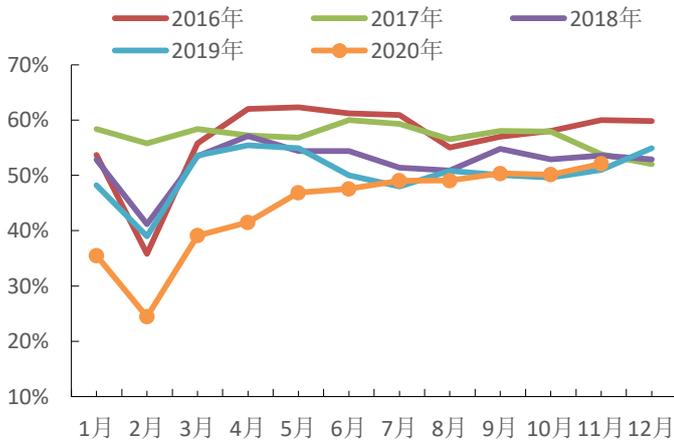


图表 13 压铸锌企业开工率



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 14 氧化锌企业开工率



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

4、终端消费板块韧性较强

国内终端需求来看，房地产、建筑业和汽车工业是主要应用领域，占中国的锌消费量 50% 左右，其次在地铁、城市轻轨等基础设施建设、电力工程、电网建设等领域也占有一定份额。大量镀锌薄板材用于汽车制造、冷藏箱、建筑业、通风和供热设施以及家具制造等领域。

从基建投资方面来看：年初基建投资增速相对增速下滑。数据显示，2021 年 1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35.0%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。其中，1-2 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 36.6%，两年平均下降 1.6%。主因财政资金和债券额度没有提前下放，带来了投资增速的下滑。

今年《政府工作报告》中指出，2021 年赤字率拟按 3.2% 左右安排，较去年有所下调，并不再发行抗疫特别国债，同时重申扩大内需、扩大有效投资，拟安排专项债 3.65 万亿，较去年 3.75 万亿略有下调。不过，也指出今年专项债将优先支持在建工程，同时再次新增了合理扩大使用范围的要求。体现了政策“不急转弯”的态度，但基建端不再负担承托刺激经济增长的作用，后续基建投资可能难以大幅走强。

房地产方面，2021 年 1-2 月份房地产投资额 13,986 亿元，累计同比 38.3%，环比增速 17.03%，显著高于 2020 年同期，略低于 2019 年水平。其中销售、新开工、施工、竣工累计同比分别为 104.90%、63.30%、11.0%、40.4%。

剔除去年较低基数影响来看，地产销售相当强劲，施工面积及竣工面积回升，但新屋开工稍有减弱。说明，面对政策收紧和竣工压力，当前房企对施工、竣工还是要较高的诉求，但并未加快土地流转。总体看，房地产维持较强韧性，地产竣工周期持续回暖将带动地产后

周期消费保持较高景气度。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，2月汽车产销分别完成150.3万辆和145.5万辆，环比分别下降37.1%和41.9%，同比分别增长4.2倍和3.6倍。产销同比呈现大幅增长主因：去年2月受疫情影响导致基数较低，同时复苏空间尚在。2021年1-2月，汽车产销分别完成389.0万辆和395.8万辆，同比分别增长88.9%和76.2%，与2019年数据相比，汽车产销略有增长，同比增长2.9%和2.7%。

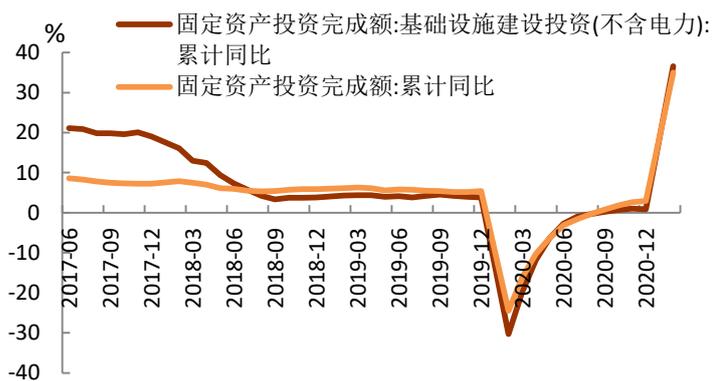
去年以来受全球疫情、供需信息错配等多重因素影响，汽车芯片出现供应不足，并在今年1月份集中爆发。不过，3月工信部牵头搭建行业沟通平台，逐步缓解芯片紧缺问题，预计下半年将缓解。总体看，行业维持向好的态势，但受新能源汽车快速发展，未来几年预计国内汽车市场趋向于低速增长。

从白色家电方面来看：国家统计局数据，1-2月空调、洗衣机、彩电和冰箱产量分别同比增长70.8%、68.2%、31.4%和83%。同比增速较大主因2020年基数较低，相较2019年来看，除了彩电外，产量均呈现增长。出口方面，1-2月，空调、洗衣机、冰箱和彩电出口分别同比增长42.7%、53.4%、69.9%和10.2%。

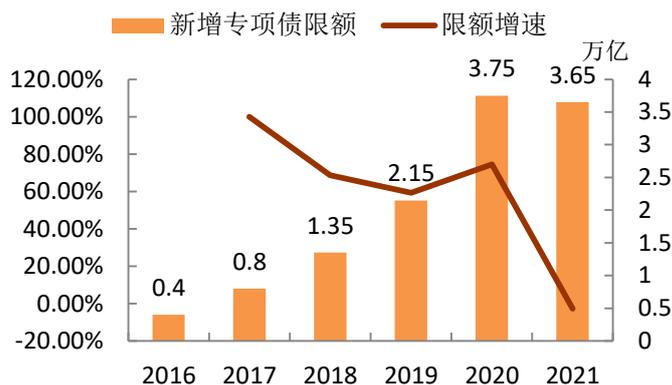
整体来看，虽然近期家电产品受上游原材料上涨的影响，价格有所提升，但1-2月家电市场产销及出口依旧向好。后期来看，地产竣工有望延续回暖，将供需部分家电增量，海外订单向好趋势未变，预计家电出口仍将维持高景气。另外，两会政府工作报告中再提稳定增加家电等大宗消费，进一步提振了行业信心。

综上所述，财政支出受限令基建投资边际放缓，但房地产销售强劲，竣工延续回升态势，汽车、家电需求尚存，支撑了锌品种终端的消费韧性。

图表 15 年初基建投资增速延续放缓

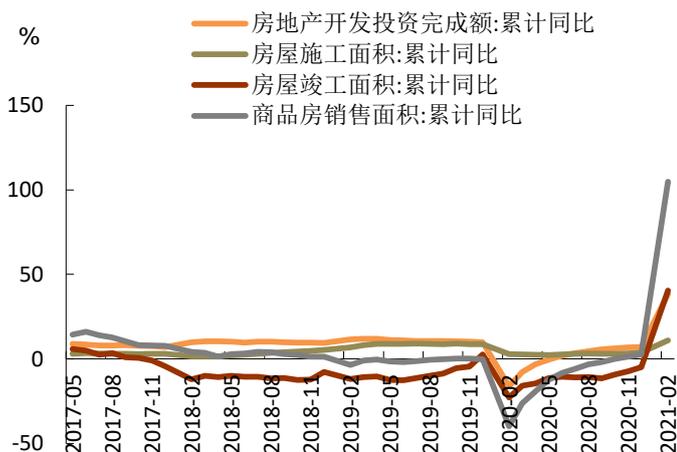


图表 16 近年专项债限额额度



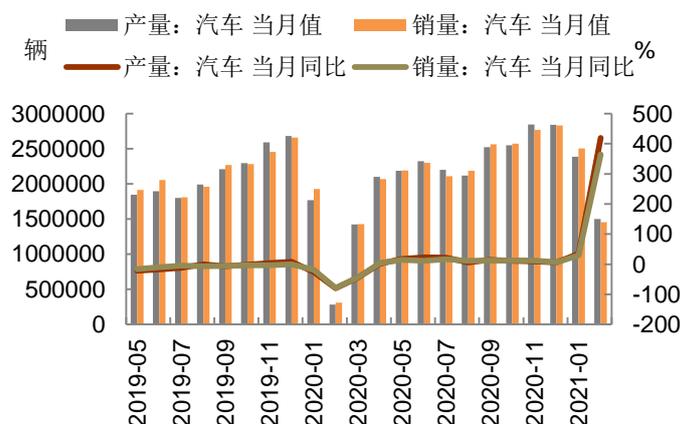
数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 17 地产销售火爆，竣工持续回暖

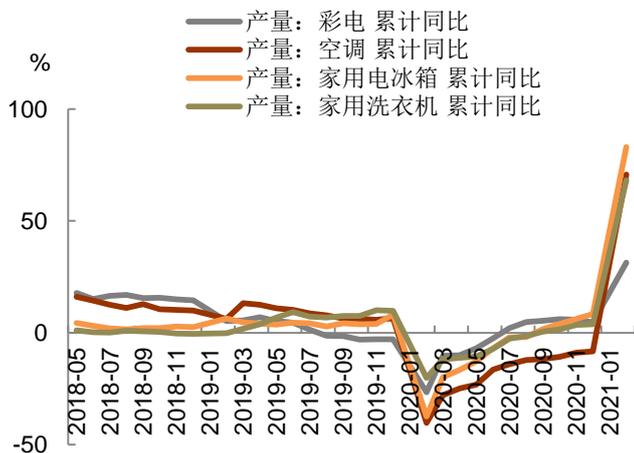


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 18 需求尚存，中长期低增速

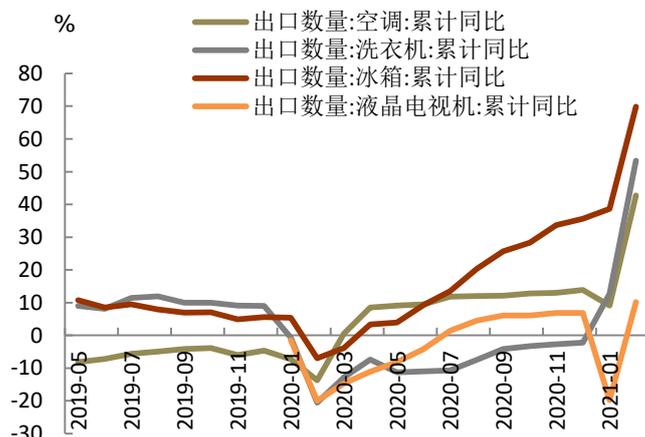


图表 19 白色家电景气度延续向上



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 20 白色家电出口带动为主



6、LME 库存高位运行，国内开启去库周期

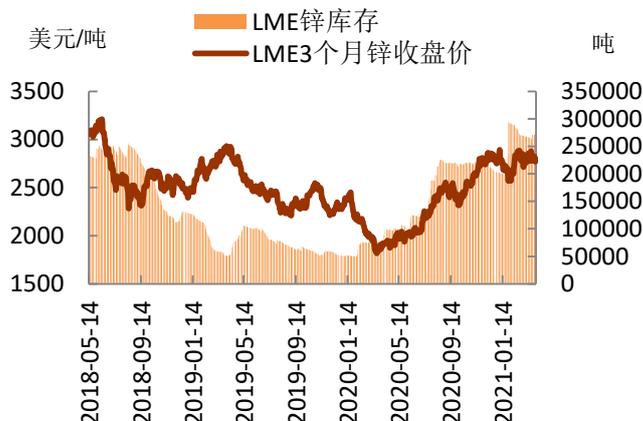
3 月 LME 库存维持在高位，26.5-27 万吨附近，现货贴水幅度有所收窄。当前海外隐性库存量仍较高，但随着二季度海外需求恢复加快，或带动海外去库。国内，上期所库存先增后减，上半月延续累库，至月中旬库存呈现去化趋势，截止至 4 月初，库存降至 113125 吨，较月中减少 10093 万吨。社会库存来看，随着下游需求回升，3 月中旬去库周期正式启动，略早于其它有色品种。SMM 数据，截止至 4 月 2 日，库存降至 23.35 万吨，月度环比减少 2.54 万吨。不过，从绝对数值来看，当前社会库存不低。3 月中市场传言国家抛储，据统计自 2013 年以来国家未对锌进行过收抛储，2009-2013 年进行过三次收储，一次抛储，目前储备量约 25.9 万吨。目前抛储尚未证实，若此时抛储将会迅速加大去库压力，短期市场锌锭将转为过剩格局。保税区来看，进口窗口短暂开始，且下游需求恢复，带动部分保税区锌锭流入华东

市场，截止至4月2日，库存月度环比降低0.52万吨至4.66万吨。

图表 21 上期所库存先增后减少



图表 22 LME 库存高位震荡



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 23 社会库存开启去库



图表 24 保税区库存小幅回落



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

一季度海外疫情反复，锌矿供应尚未恢复至疫情前水平，国内季节性影响矿山复产缓慢，叠加内蒙“能耗双控”干扰当地矿产产出。今年长协加工费同比大降至159美元/吨，且低于市场预期，但高于当前国内进口加工费，凸显国内原料紧张格局。4月国内外月度加工费暂时维稳，但拐点或需等待至二季度后。原料紧缺及利润低位限制炼厂生产积极性，加之内蒙“能耗双控”增加当地炼厂检修量，3月精炼锌产出不足50万吨，低于预期，且4月检修企业增多，限制产量增幅。下游方面，自两会环保影响减弱后逐步复苏，带动社会库存率先去化。从现货市场接受度来看，锌价跌至21000-21500元/吨区间，下游采购积极性显著增加。终端来看，消费驱动力有所减弱，专项债额度减少令基建投资边际放缓，但房地产竣工回暖

及汽车、家电需求尚存，支撑了终端的消费韧性。整体来看，供应端仍对锌价构成支撑，下游需求旺季将带动库存持续去化。但当前美元维持偏强格局，且国家抛储传言尚未伪证，限制了多头信心，4月预计锌价大概率维持高位运行，区间在21200-22500元/吨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。