

2021年8月5日 星期四

持续累库尚未兑现

锌价陷入震荡格局



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●宏观流动性仍显宽松，但疫情反扑导致市场风险偏好回落。海外部分上市公司下调锌矿年度产量目标，且疫情严峻或导致新增项目再度推迟，全球锌矿供应仍存预期差。锌矿供应维持紧平衡，8月内外锌矿加工费均环比小幅回升，但存处低位。7月精炼锌产出远不及预期，因广西、湖南、云南地区限电增加额外减量。不过，国储货源弥补外因造成的冶炼减量，7月中旬第一批抛储锌锭陆续抵达下游，8月下旬第二批抛储锌锭或到厂。且国储隐性库存大于公开统计，打破市场对全年抛储总量的预估。

●需求端来看，初端消费延续淡季，镀锌相对平稳，压铸锌合金、氧化锌偏弱。终端基建在财政提速后有望得到一定支撑；房地产施工面积仍然处于高位，竣工面积年增长率快速上行；汽车芯片短缺问题或在三季度有所缓解；且白色家电外销保持较高增长。需求韧性较高，但缺乏显著增量。

●整体看，锌矿维持紧平衡，托底锌价。限电导致精炼锌月度产出低于预期，且消费刚性需求尚存，导致社会库存累库低于预期，维持在近五年低位。不过国储货源补充供应端损耗，未现明显缺口，库存基本见底，处于僵持阶段。基本面矛盾不突出，预计8月锌价将维持高位震荡，等待累库信号的进一步指引。

风险提示：宏观风险，累库难以兑现

目录

一、 锌市场行情回顾.....	4
二、 锌基本面分析	4
1、 部分矿业下调产量目标，全球锌矿增量或再度下调.....	4
2、 国内加工费延续上抬，锌矿进口量环比回落.....	5
3、 供应扰动因素再现，但抛储锌锭可弥补缺口.....	6
3、 初端消费延续淡季.....	8
4、 终端消费韧性较强，但缺乏增量.....	9
6、 LME 库存高位缓慢回落，国内库存累库低于预期	12
三、 总结与后市展望	13

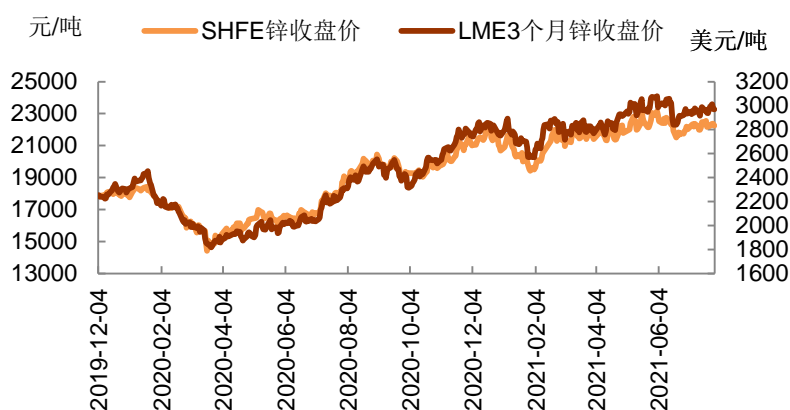
图表目录

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 国内加工费上抬，进口加工费维稳	5
图表 5 锌矿进口量低于预期	5
图表 6 国内精炼锌产量	6
图表 7 国内矿山及炼厂利润变化	6
图表 8 7-8 月冶炼厂检修复产情况（万吨）	7
图表 9 精炼锌环比大幅下滑	8
图表 10 进口维持亏损	8
图表 11 镀锌企业开工率	9
图表 12 压铸锌企业开工率	9
图表 13 氧化锌企业开工率	9
图表 14 基建投资增速有望环比改善	11
图表 15 地方政府专项债券发放加快	11
图表 16 新开工下滑，但施工、竣工仍处高位	11
图表 17 三季度芯片短缺或缓解	11
图表 18 白色家电产量增速放缓	11
图表 19 白色家电出口增速维持高位	11
图表 20 上期所库存维持低位	12
图表 21 LME 库存缓慢回落	12
图表 22 社会库存累库低于预期	12
图表 23 保税区库存跌破 3 万吨	12

一、锌市场行情回顾

7月沪锌主力Zn2108期价呈现高位区间震荡走势。月初，美联储6月会议显示，内部对加息和缩减资产购买时机仍存分歧，加之欧美疫情快速反弹，市场对货币政策略有迟疑。同时，国内央行决定7月15日全面降准，超出市场预期，宏观氛围偏暖提振锌价延续上行。月中，美元止跌反弹，令锌价承压下挫至21750元/吨附近。随后云南、湖南、河南等地限电，加之河南百年一遇暴雨，供应端干扰推动锌价震荡回升至22650元/吨附近。22日国储局公布第二批抛储量，锌价短暂回调后，在宏观面维持宽松、现货高升水及低库存的背景下，再度震荡回升。截止至7月30日，期价收至22470元/吨，月度涨幅达2.3%。伦锌走势亦呈现区间窄幅震荡走势，月度涨幅达1.97%，收至3031.5美元/吨。

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

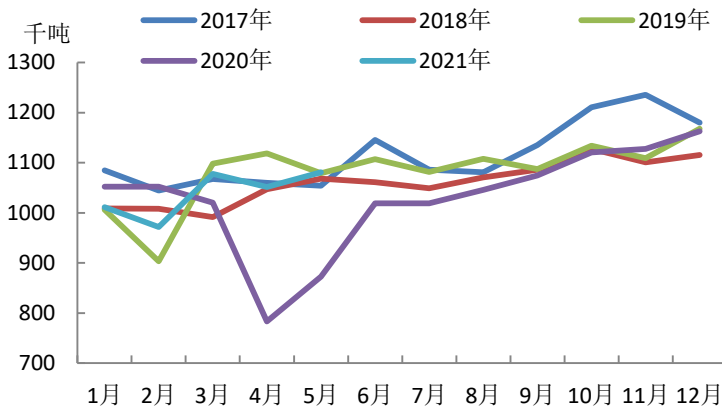
1、部分矿业下调产量目标，全球锌矿增量或再度下调

ILZSG 最新数据显示，2021年5月全球锌矿产量达108.06万吨，环比增加2.8%，同比增加23.8%。精炼锌产量达114.99万吨，同比增加5.7%，消费量达116.78万吨，同比增加13.1%，全球锌市供应短缺1.79万吨，较4月短缺收窄0.41万吨。数据来看，全球锌矿产出延续缓慢增加，而季节性恢复影响，精炼锌需求增速扩大，全球供需转为小幅短缺。

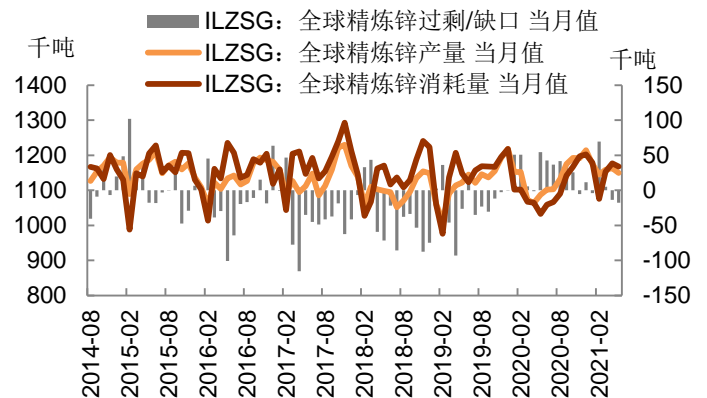
从海外上市公司半年报情况来看，嘉能可下调全年锌指导目标，又此前125±3万吨下调至117±3万吨，加拿大伦丁也将全年产量指导目标由此前14.1-15.1万吨下调至14-14.6万吨，主因磨机进料等级等因素导致Neves-Corvo矿山产量下调。当前海外疫情反复，下半年新增矿

山项目存延期可能，且部分矿企下调全年生产计划，全年锌矿过剩幅度有望再度收窄。

图表 2 全球锌矿月度产量



图表 3 全球锌市月度供需情况



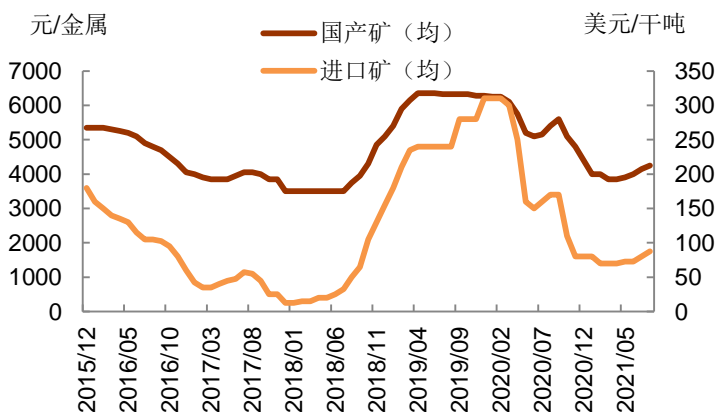
数据来源: ILZSG, 铜冠金源期货

2、国内加工费延续上抬，锌矿进口量环比回落

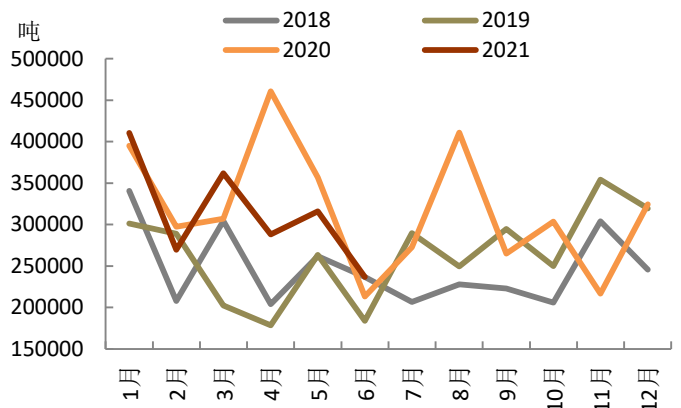
从今年内外锌矿加工费情况来看，今年前4个月内外加工费均延续环比走弱的趋势，双双跌至近两年半以来的低位。但自5月份起，内外加工费均止跌缓慢回升。SMM最新月度数据显示，8月国产锌矿加工费报3950-4550元/吨，均值环比增加100元/吨；进口矿加工费报80-95美元/吨，均值环比增加7.5美元/吨。当前锌矿恢复较为缓慢，内外加工费仍处于偏低水平。

锌矿进口方面，海关数据显示，6月进口锌精矿为23.65万吨，环比减少25.07%，同比增加10.98%。1-6月累计进口锌精矿达188.1921万，同比减少7.31%。环比出现大幅下滑，主要源于澳大利亚进口量大幅减少，6月进口仅3.75万吨，较5月份减少6.63万吨。同时，二季度伴随着国内矿山生产季节性恢复，对进口矿依赖度减弱，且人民币维持坚挺，也不利于锌矿进口。7月来看，预计进口量环比回升，但受当前进口矿加工费较低制约，炼厂接受度较差，预计环比增量有限。

图表 4 国内加工费上抬，进口加工费维稳



图表 5 锌矿进口量低于预期



数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

3、供应扰动因素再现，但抛储锌锭可弥补缺口

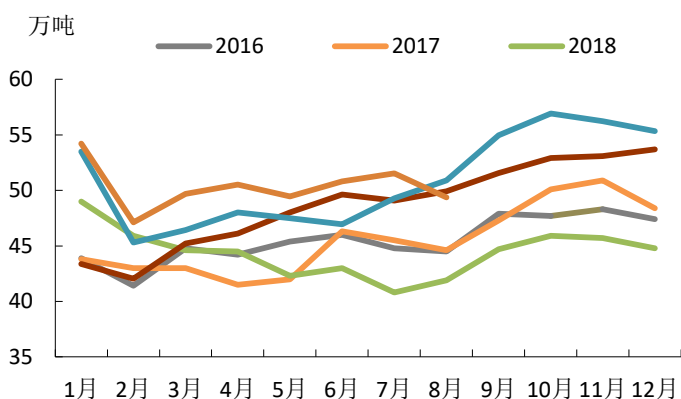
SMM：7月精炼锌产量51.52万吨，环比增加0.72万吨，增幅为1.42%，同比增加4.54%，1-7月累计产量为353.3万吨，累计同比增加5.16%。7月产量远不及预期，主因广西、湖南地区电力供应紧张带来环比减量，而云南地区限电持续扰动炼厂生产，但期间炼厂多为错峰生产，7月锌锭实际产量影响有限；此外，内蒙、安徽等地区炼厂常规检修带来部分减量。8月，广西地区电力供应进一步紧张，当地炼厂限电减产幅度加码，目前估算8月广西地区炼厂锌锭产出量环比减少1.2万吨；此外，云南及湖南地区限电的影响持续存在，炼厂提产压力较大，预计云南及湖南地区炼厂8月锌锭析出量环比减少3300吨；检修方面：湖南及陕西及甘肃地区炼厂计划内检修带来减量。预计8月国内精炼锌产量环比减少2.06万吨至49.36万吨，同比下降2.86%。

7月中旬第一批抛储锌锭陆续抵达下游，且7月22日，官宣第二批抛储锌锭达5万吨，预计8月中下旬到货。二次抛储量累计8万吨，足以弥补短期外因造成的冶炼减量。此外，从二次抛储中部分锌锭年份看，最早可追溯至改革开放前1973年的沈冶，显示国储隐性库存大于公开统计，这也打破市场对全年抛储总量的预估，国储调控能动性增强，使得多头信心受挫，后期国储局或根据现货市场供需再度灵活调节抛储量。

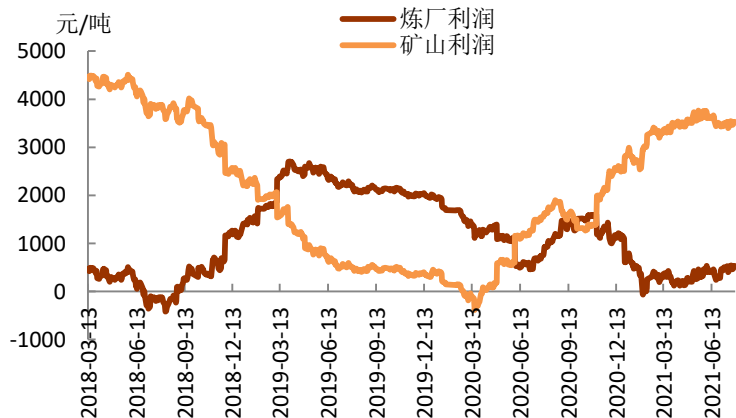
从矿企和冶炼厂利润看，矿企仍具有绝对优势，不过随着锌矿加工费的回升，及锌价高位坚挺，冶炼企业利润也得以修复，目前盈利在500元/吨左右，企业生产积极性尚可。

进出口情况，海关数据显示，6月进口精炼锌3.75万吨，同比下降42.05%，环比下降34.77%。2021年1-6月累计进口26.91万吨，同比增加20.8%。当月进口量环比大幅下滑主要源于，澳大利亚和哈萨克斯坦进口量大幅减少，哈萨克斯坦锌锭因物流运输延后到货。同时，进口锌锭维持亏损状态，且随着国内供应逐步增加，也削弱了市场对进口锌的依赖度。7月来看，随着哈萨克斯坦陆续到港，预计进口量将环比增加4.2万吨，但后期来看，随着抛储锌锭到厂，或将抑制进口量。

图表6 国内精炼锌产量



图表7 国内矿山及炼厂利润变化



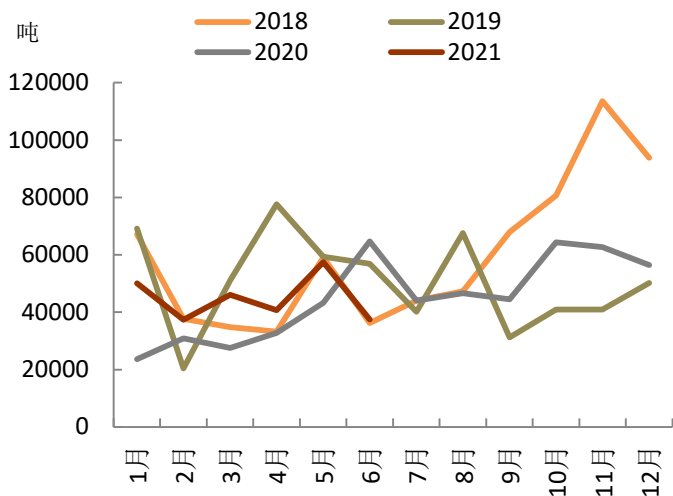
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表 8 7-8月冶炼厂检修复产情况（万吨）

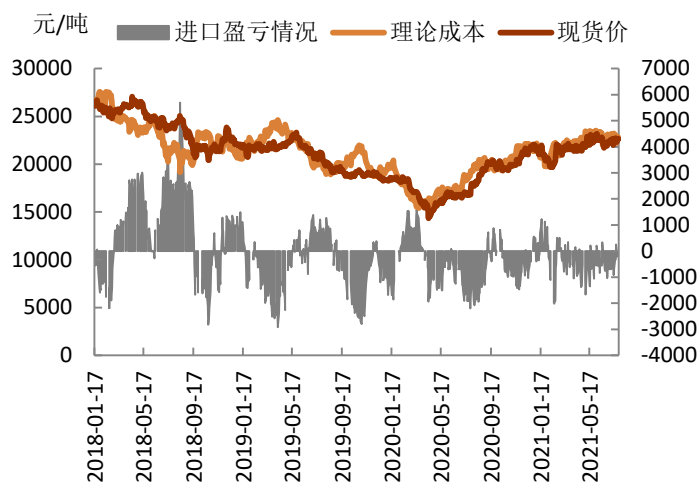
时间	地区	检修影响量
7月	内蒙	-5800
7月	安徽	-3800
7月	青海	-2860
7月		限电影响量
7月	湖南	-2800
7月	广西	-4900
7月		检修恢复
7月	内蒙	7000
7月	甘肃	7644
		限电恢复量
7月	云南	10240
变化合计		4724
		检修影响量
8月	湖南	-4000
8月	陕西	-2300
8月	甘肃	-7670
		限电影响量
8月	云南	-2000
8月	陕西	-1300
8月	广西	-12000
		检修回复量
8月	内蒙	2000
8月	青海	3200
8月	安徽	4200
变化合计		-19870

数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表9 精炼锌进口量环比大幅下滑



图表10 进口维持亏损



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

3、初端消费延续淡季

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。

从初端企业调研情况来看,6月镀锌企业开工率为66.84%,环比下降6.35个百分点。6月钢材价格波动较大,企业观望情绪较浓,且因“七一”建党环保限产,北方大部分镀锌厂存在不同程度的停产情况,整体拖累镀锌开工。预计7月开工率环比下降2.91个百分点至63.93%。镀锌管及镀锌结构件企业或有所分化,钢材价格上涨或带动镀锌管订单,而镀锌结构件方面受利润压缩限制,且高温拖累终端施工,淡季影响延续。

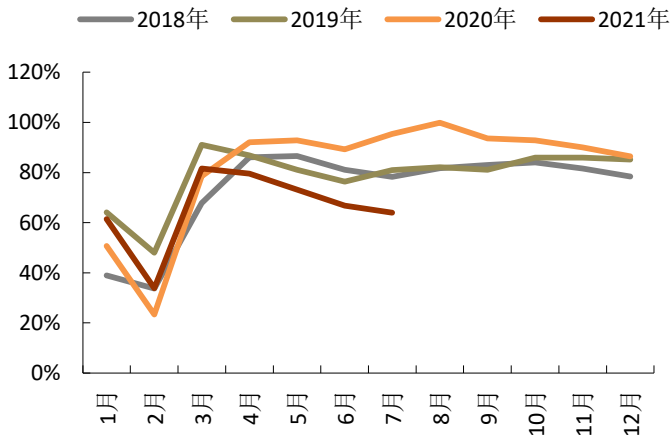
8月1日起进一步调整部分钢铁产品出口关税,其中取消了部分镀锌产品的13%的出口退税。据悉,该部分镀锌产量去年耗量在26万吨左右。且当前即使取消关税,出口仍具价格优势,短期或对锌市影响相对有限,但中长期看或压制部分出口需求。

6月压铸锌合金企业开工率为36.96%,环比下降2.75个百分点。因锌价高位震荡,终端以压缩采购为主,同时消费将进入淡季,需求亦有下滑,影响合金厂开工;且冶炼厂旗下合金厂产量仍保持较高水平,挤占一定市场份额,造成传统合金厂竞争力下滑。7月传统消费淡季延续,预计企业开工率环比下降1.89个百分点,录得35.07%。

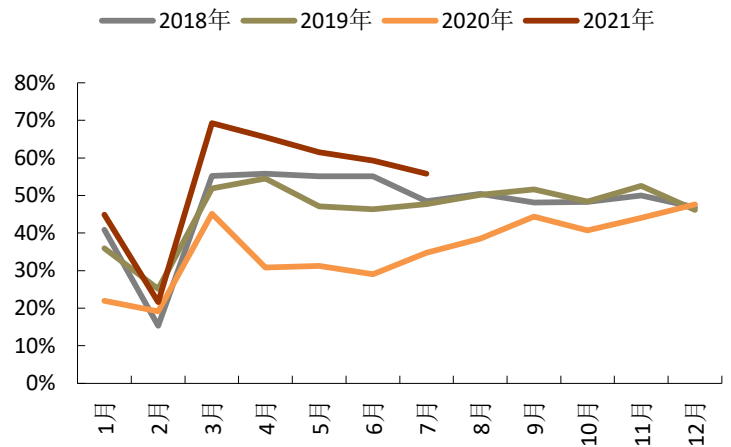
氧化锌板块:轮胎企业开工情况有所恢复,部分山东地区氧化锌企业订单略有回升;江苏等地氧化锌企业主要以医药、陶瓷、饲料等版块为主,订单维持平稳。总体来看氧化锌企

业订单增量较为有限，仍等待轮胎企业开工回暖。

图表 11 镀锌企业开工率

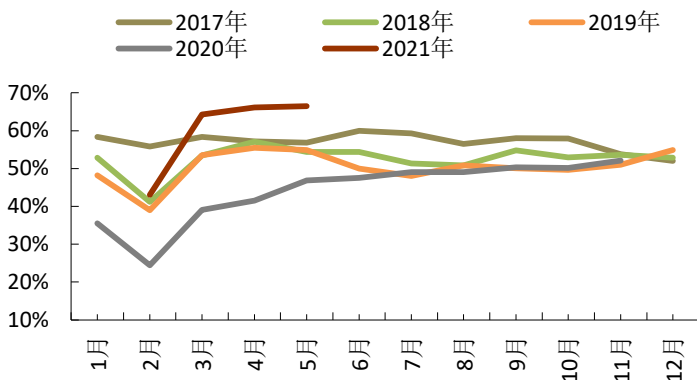


图表 12 压铸锌企业开工率



数据来源: Wind, SMM, 铜冠金源期货

图表 13 氧化锌企业开工率



数据来源: Wind, SMM, 铜冠金源期货

4、终端消费韧性较强，但缺乏增量

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：统计局数据：1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）255900 亿元，同比增长 12.6%。其中，基础设施投资同比增长 7.8%。

受今年上半年专项债发行节奏偏慢，且全年地方政府专项债额度为 3.65 万亿，比 2020 年有所下滑，导致地方基建投资热情不足，上半年基建投资表现较为低迷，累计同比呈连续下降态势。不过，下半年随着财政提速，基建有望得到一定支撑，但是考虑到地方政府的债

务约束仍在，预计基建投资的上行幅度相对有限。

房地产方面，1-6 月份，全国房地产开发投资同比增长 15.0%，上半年房地产开发投资增速逐月下降，房地产调控政策对地产投资增速的抑制成果显现。其中，1-6 月份新屋开工面积年增长率 3.8%，新屋开工比 1-5 月份回落；施工面积 10.2%，仍然保持平稳；竣工面积比 1-5 月份上行了 9.3 个百分点，尤其是 6 月单月竣工快速上升；销售面积同比增长 27.7%，累计同比增速连续下滑。

整体来看，地产投资保持高增长，但上半年边际在逐渐走弱，下半年在融资端持续高压的背景下地产投资面临压力。当前房地产新房开工面积延续下滑，房地产市场未来有压力。不过，房地产开发商加快工程竣工以回收资金，施工面积仍然处于高位，竣工面积年增长率快速上行，带动锌的刚性需求。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，6 月汽车产销分别完成 194.3 万辆和 201.5 万辆，环比分别下降 4.8%和 5.3%，同比分别下降 16.5%和 12.4%。上半年汽车产销分别完成 1256.9 万辆和 1289.1 万辆，同比分别增长 24.2% 和 25.6%，增幅比 1-5 月继续回落 12.2%和 11%。与 2019 年同期相比，产销同比分别增长 3.4%和 4.4%，增幅比 1-5 月回落 0.2%和 1.4%。而 7 月上中旬，11 家重点企业汽车生产完成 80.6 万辆，同比下降 33%。

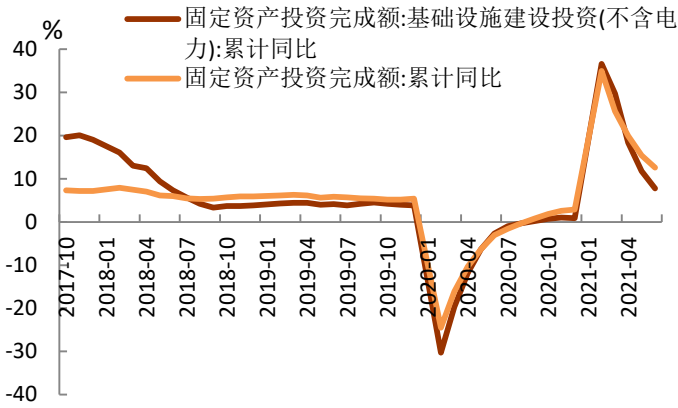
整体来看，上半年来看，芯片短缺对汽车产销影响逐月增加，且短期难以有限改善，从国内外机构最新预期来看，预计到今年三季度将有所缓解。此外，年初至今原材料价格不断上涨也加大了企业成本压力，且人民币汇率持续升值也抑制了二季度部分出口需求，对于下半年来看，随着芯片供应不足的问题有望趋于缓解，且人民币暂缓升值，出口预期向好，或带动国内汽车产销温和增长。从全年看，我们测算芯片短缺导致耗锌量将减少 0.5-2 万吨，影响相对有限。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，6 月空调产量同比下降 12.1%；冰箱产量同比下降 15.4%；彩电产量同比下降 13.4%；洗衣机产量同比增长 13.0%；1-6 月累计产量 4293.9 万台，同比增长 33.5%。进出口来数据显示，6 月空调出口同比增长 28.9%；冰箱出口同比下降 1.8%；洗衣机出口同比增长 13.3%；液晶电视出口同比下降 30.4%。

整体来看，6 月除了洗衣机产量同比保持增长外，空调产量同比转负，彩电、电视产量同比降幅有所扩大。出口方面，当月涨跌互现，但白色家电累计同比出口数据均出现下滑。虽然一方面受高基数影响，但另一方面原材料价格上涨以及国内消费疲软的影响并未缓解，而受海外超预期的增长及疫情反复影响，外销保持增长。

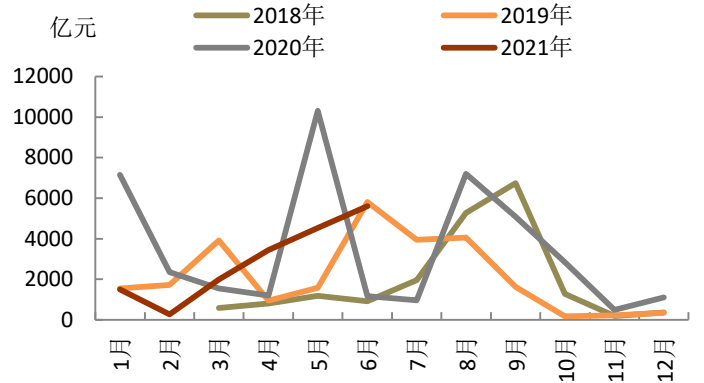
综上所述，下半年随着财政提速，基建有望得到一定支撑；房地产在融资端持续高压下投资面临压力，但施工面积仍然处于高位，竣工面积年增长率快速上行；芯片短缺问题或在三季度有所缓解，带动汽车产出；而白色家电内销偏弱，外销保持较高增长。整体看，锌终端刚性需求尚存，但缺乏显著增量。

图表 14 基建投资增速有望环比改善

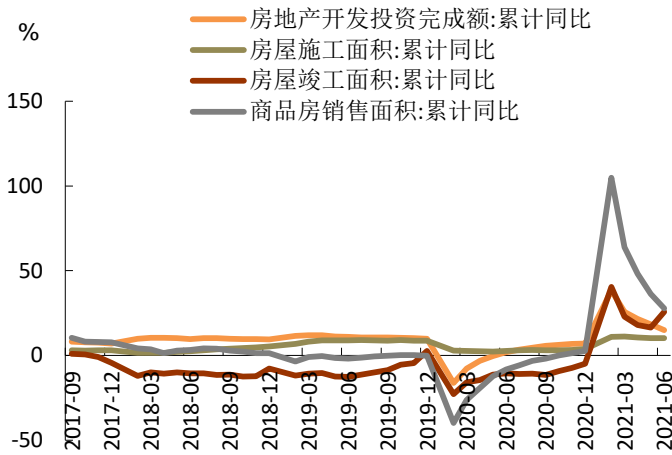


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 15 地方政府专项债券发放加快

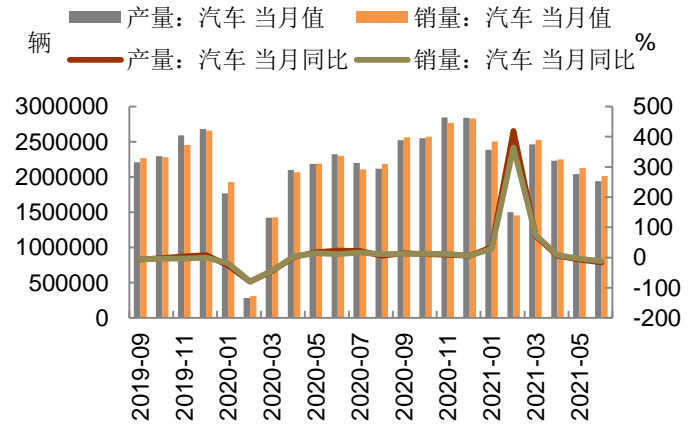


图表 16 新开工下滑, 但施工、竣工仍处高位

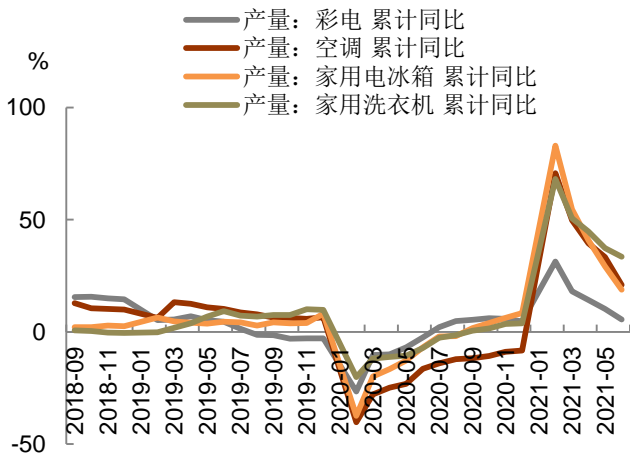


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 17 三季度芯片短缺或缓解

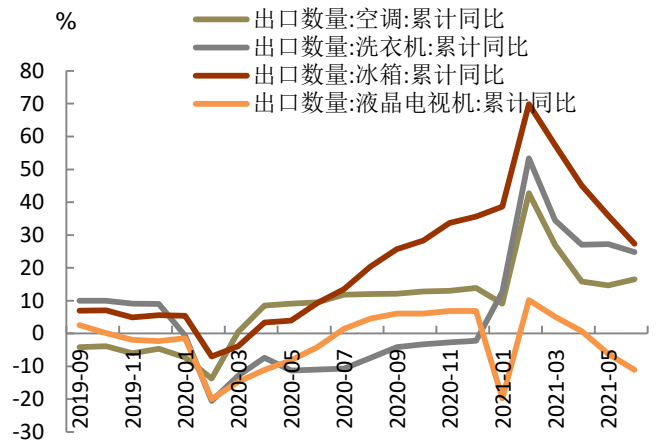


图表 18 白色家电产量增速放缓



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

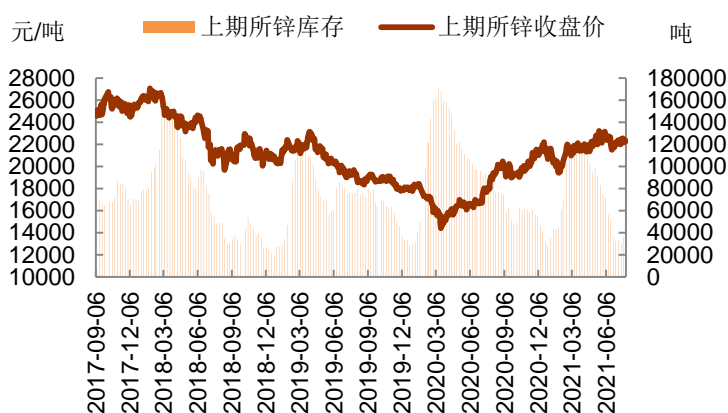
图表 19 白色家电出口增速维持高位



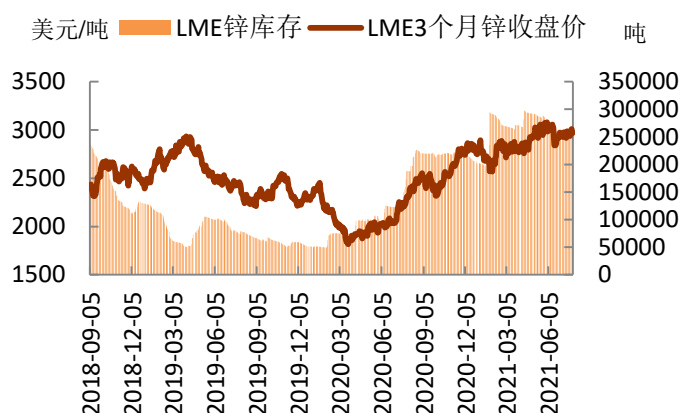
6、LME 库存高位缓慢回落，国内库存累库低于预期

7月上旬所库存延续低位，截止至7月30日库存报收36224吨，月度增量仅910吨。LME库存呈现延续缓慢下滑态势，但绝对值仍处高位，截止至7月30日库存报收245125吨，月度减量达8900吨。社会库存绝对值仍处偏低水平，截止至月底，库存报收11.6万吨，月度减量仅500吨。供应端干扰因素不断，且下游刚性需求尚存，令社会库存累库低于预期。不过，伴随着国储二次抛储货源陆续到厂，加之后期仍会陆续分批抛储，库存累库或提速。保税区库粗来看，上半年至今库存均维持偏低水平，受华东地区货源偏紧影响，部分锁单货源流入补充，带动库存跌破3万吨。

图表 20 上期所库存维持低位

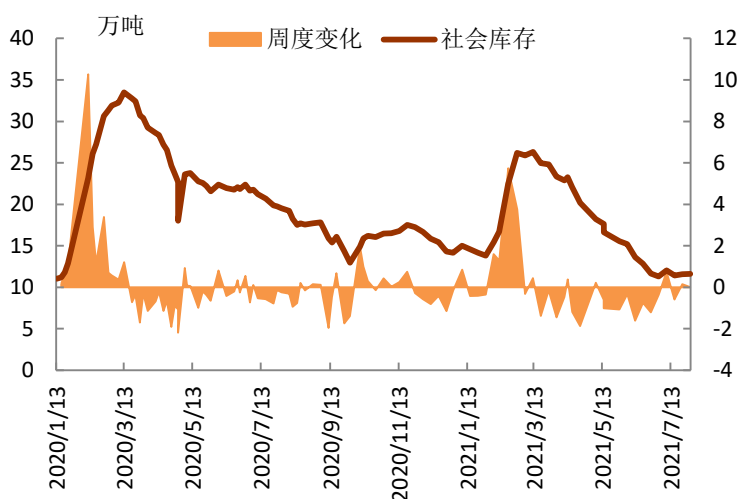


图表 21 LME 库存缓慢回落



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 22 社会库存累库低于预期



图表 23 保税区库存跌破 3 万吨



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

宏观流动性仍显宽松，但疫情反扑导致市场风险偏好回落。海外部分上市公司下调锌矿年度产量目标，且疫情严峻或导致新增项目再度推迟，全球锌矿供应仍存预期差。锌矿供应维持紧平衡，8月内外锌矿加工费均环比小幅回升，但存处低位。7月精炼锌产出远不及预期，因广西、湖南、云南地区限电增加额外减量。不过，国储货源弥补外因造成的冶炼减量，7月中旬第一批抛储锌锭陆续抵达下游，8月下旬第二批抛储锌锭或到厂。且国储隐性库存大于公开统计，打破市场对全年抛储总量的预估。需求端来看，初端消费延续淡季，镀锌相对平稳，压铸锌合金、氧化锌偏弱。终端基建在财政提速后有望得到一定支撑；房地产施工面积仍然处于高位，竣工面积年增长率快速上行；汽车芯片短缺问题或在三季度有所缓解；且白色家电外销保持较高增长。需求韧性较高，但缺乏显著增量。整体看，锌矿维持紧平衡，托底锌价。限电导致精炼锌月度产出低于预期，且消费刚性需求尚存，导致社会库存累库低于预期，维持在近五年低位。不过国储货源补充供应端损耗，未现明显缺口，库存基本见底，处于僵持阶段。基本面矛盾不突出，预计8月锌价将维持高位震荡，等待累库信号的进一步指引。

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。