

2021年9月6日 星期一

基本面影响因素钝化 宏观面指引锌价走势



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

● 矿山减产叠加炼厂冬储预期升温，9月国产锌矿加工费维稳，而海外锌矿增量仍存预期差，进口矿加工费环比小幅下滑，锌矿季节性供应趋松态势放缓。西南限电影响减弱，尽管广西限电政策反复，但9月全国气温下降，限电压力将大幅缓解。不过上半年云南、陕西等省能耗不达标，政策性减产风险仍存。国储第三批5万吨货源如期落地，弥补精炼锌供应损失，供应端预计维持温和增加。

● 需求端来看，7月基建、房地产、汽车及家电数据均表现不佳，但8、9月财政提速，基建投资有望加速；且地产竣工面积保持高位，或继续支撑锌的刚性需求。初端来看，目前消费旺季特征尚不明显，但刚需韧性仍较强，且中秋及国庆节前存备库预期，社会库存或仍难现显著累库，低库存支撑仍存。

● 整体来看，当前基本面呈现供需双增，矛盾因素有所钝化，宏观因素对锌价走势影响加大。而8月美国非农就业数据表现不佳，市场对美联储货币政策转向担忧暂缓，美元持续走弱，锌价走势受支撑。但国内官方及财新PMI数据均表现偏弱，经济下行压力加大，限制锌价持续上涨动能。预计9月锌价或延续高位震荡格局，关注9月美联储利率决议对价格走势指引。

风险提示：宏观风险，消费旺季大幅低于预期

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、供应扰动因素暂时缓解，国储局公布三批抛储量	6
3、初端消费延续淡季	9
4、终端消费变现偏弱	10
6、海外库存降势放缓，国内库存低位回升	13
三、总结与后市展望	14

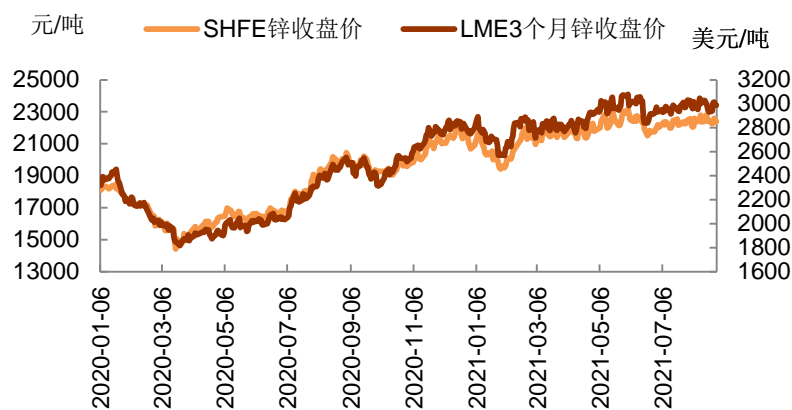
图表目录

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 海外主要上市公司锌矿季度产量（万吨）	5
图表 5 国内加工费上抬，进口加工费维稳	6
图表 6 锌矿进口量环比回升	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 7-8 月冶炼厂检修复产情况（万吨）	8
图表 10 精炼锌进口量环比大幅下滑	9
图表 11 进口维持亏损	9
图表 12 镀锌企业开工率	10
图表 13 压铸锌企业开工率	10
图表 14 氧化锌企业开工率	10
图表 15 基建投资增速有望环比改善	12
图表 16 后期专项债券发放有望加快	12
图表 17 7 月地产显示出明显回落态势	12
图表 18 7 月汽车产销仍存回落态势	12
图表 19 白色家电产量增速放缓	12
图表 20 白色家电出口增速回落	12
图表 21 上期所库存低位回升	13
图表 22 LME 库存跌势放缓	13
图表 23 社会库存止跌	13
图表 24 保税区库存延续缓慢下行	13

一、锌市场行情回顾

8月沪锌主力Zn2109期价延续高位区间震荡走势。上半月，美联储鹰派言论，叠加CPI数据符合预期增速减缓、7月份非农就业人数远超市场预期，市场担忧美联储将加快收紧购债计划，美元大涨。此外，国内7月社融数据不及预期，市场也担忧实际消费的韧性。宏观氛围转悲，压制锌价。不过，基本面支撑增强，云南、广西、湖南等地限电影响供应，且嘉能可、世纪新矿等下调全年锌矿生产目标，令全球锌矿供应量或再度收窄。下半月，美元高位回落，对金属压制减弱。但国内限电影响缓解，国储货源陆续到厂，且国储局发布三批抛储公告，基本面支撑减弱。整体看，宏观与基本面博弈下，锌价上下两难。截止至8月31日，期价收至22350元/吨，月度跌幅达0.6%。伦锌走势亦呈现区间窄幅震荡走势，月度跌幅达0.91%，收至3004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

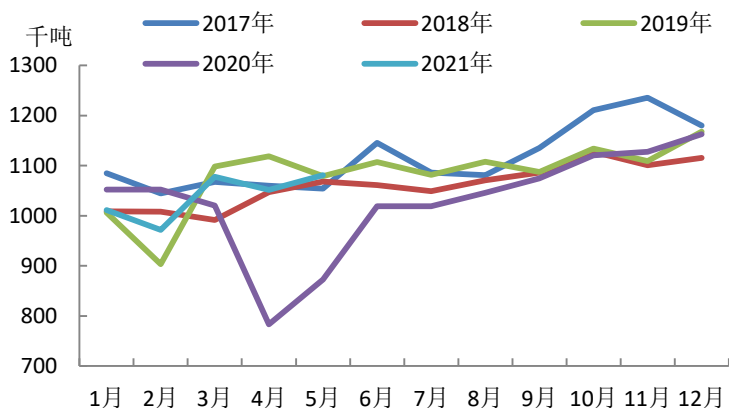
1、部分矿业下调产量目标，全球锌矿增量或再度下调

ILZSG 最新数据显示，2021年6月全球锌矿产量达112.5万吨，环比增加1.3%，同比增加10.4%。精炼锌产量达118.81万吨，同比增加7.8%，消费量达120.83万吨，同比增加14%。6月份全球锌市的供应缺口为20,200吨，低于5月份修正后的供应缺口23,500吨。1-6月全球锌市供应过剩36,000吨，低于2020年同期的过剩量38,5000吨。

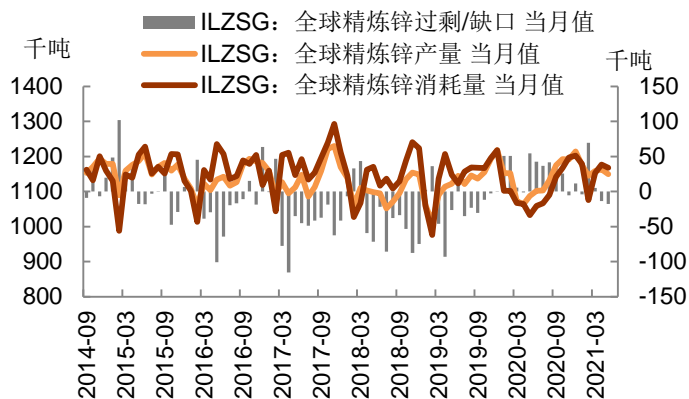
数据来看，全球锌矿产出延续缓慢增加，而季节性恢复影响，精炼锌需求增速扩大，全球供需转为小幅短缺。

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；新世纪锌矿全年产量目标也由此前14-16万吨下调至12.8万吨。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，全年锌矿增量有望再度收窄。

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

图表 4 海外主要上市公司锌矿季度产量（万吨）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	Q2 环比	Q2 同比	全年预测	此前预测
五矿资源	5.3	6.01	6.16	6.16	6.84	5.81	-15.06%	-3.33%		24-26
嘉能可	29.56	25.45	31	31.03	28.26	29.92	5.87%	17.56%	117 ± 3	125 ± 3
印度斯坦锌	24.9	20.2	23.8	24.4	28.8	22.1	-23.26%	9.41%		
加拿大泰克	12.96	9.48	15.95	17.91	14.6	16.8	15.07%	77.22%	60.5 - 63	58.5 - 61
Nexa	7.69	6.24	8.19	9.19	7.74	8.16	5.43%	30.77%		31-34.2
boliden	6.36	7.40	7.67	7.19	6.76	7.2672	7.58%	-1.73%		
伦丁矿业	3.7	3.12	3.28	4.14	3.34	3.48	4.19%	11.54%	14-14.6	14.1 - 15.1
trevali	4.49	2.99	3.36	3.36	3.39	3.96	16.81%	32.44%	14.97-16.1	14.97-16.33
New Century	2.8292	3.4363	3.3633	3.235	3.0433	3.1737	4.28%	-7.64%	12.8153	14-16
Penoles	7.4	7.22	6.77	7.41	6.97	6.91	-0.86%	-4.29%		
合计	105.19	91.54	109.54	114.02	109.74	107.58	-1.97%	17.52%		

数据来源：上市公司财报，铜冠金源期货

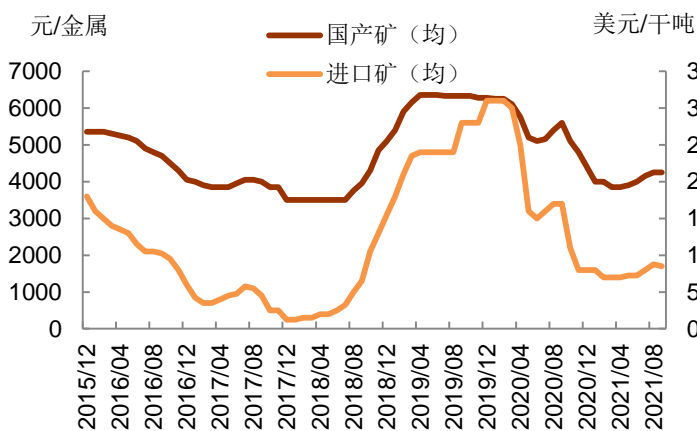
2、国内加工费延续上抬，锌矿进口量环比回落

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，近入日9月加工费涨势放缓。SMM最新月度数据显示，9月国产锌矿加工费均值环比持平于4250元/金属吨，进口矿加工费均值环比减少2.5美元/吨至85美元/干吨。据悉，8月国内多处矿山减产，内

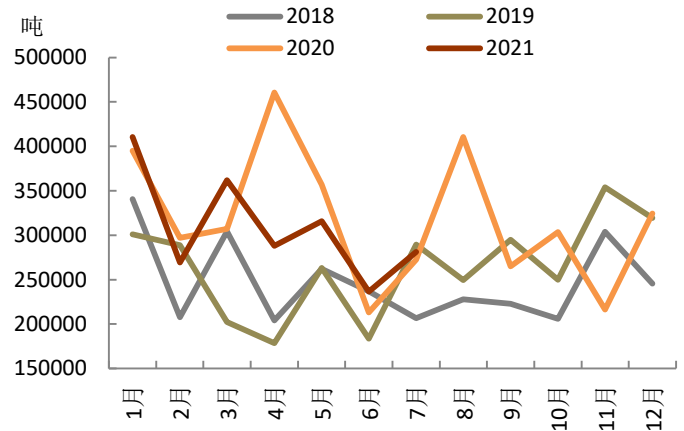
蒙古地区部分矿山因限电减产停产，此外江苏南京银茂、湖南宝山、广西北山矿业减产停产，8月22日周中国城矿业旗下子公司发生安全事故停产整顿。同时，今年国内炼厂提前冬储的预期有所升温，锌矿供应趋松态势放缓，9月国产锌矿加工费维稳，而海外锌矿增量仍存预期差，进口矿加工费环比小幅下滑。

锌矿进口方面，海关数据显示，7月精矿进口量为28.12万吨，环比增加18.9%，同比增加2.7%，1-7月累计进口60.71万吨，累计同比减少35.5%。7月当月澳大利亚、秘鲁及哈萨克斯坦进口量回归至正常水平。7月进口货源多为炼厂订单，到港后提走，同时，进口亏损限制了进口量，8月或维持该趋势。

图表5 国内加工费上抬，进口加工费维稳



图表6 锌矿进口量环比回升



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

3、供应扰动因素暂时缓解，国储局公布三批抛储量

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。

进入8月，广西地区电力供应仍显紧张，当地炼厂仍不同程度限产。进入8月中旬后，伴随着天气降温和持续降雨，广西限电力度有所放松，至8月19至20日，炼厂限电减产力度减少至10%以内，月度影响量较此前预期低5156吨至9604吨。此外，8月湖南地区部分炼厂也因限电短暂停产，至月中旬基本恢复生产。云南限电影响较前期缓解，影响量级减弱，但提产压力仍较大。检修方面：株冶、轩华、中色锌业、白银有色炼厂计划检修带来减量，且8月17日驰宏呼伦贝尔因安全事故停产，重启时间未定，月度产量万吨，带来额外减量。总体来看，8月精炼锌产出环比降幅或在2万吨左右。

此外，从发改委公布的《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》来看，能耗强度和能源消费总量一级预警的省份中，精炼锌产量约占全国的46%左右，其中占比较大

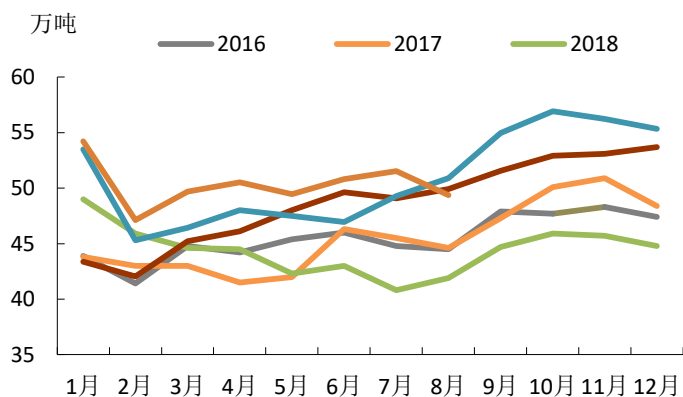
的有云南、陕西、广西省。市场担忧为保证全年能耗管控目标，对于上半年不达标省份，下半年能耗减排政策力度将加强，此外还可能波及其他二级预警省份，精炼锌产能占全国总产能比例超15%，意味着后期精炼锌产出存较大收紧的可能性。

8月27日国家物资储备调节中心发布关于2021年投放第三批国家储备锌的公告称，根据国家粮食和物资储备局2021年第2号公告，决定近期开始投放2021年第三批国家储备锌，销售总量为5万吨。9月1号当日公开竞价，竞价时段为当日9:00-12:00、13:00-18:00，如有特殊情况需要更改时间或停止竞价，另行通知。此前第一次抛储3万吨，第二次抛储5万吨。从抛储量来看，第三次抛储量较第二批持平，但投放周期有所拉长，对市场的利空冲击有所减弱。不过，第二批抛储锌锭受运输困难影响，到厂时候推迟，而本次抛储量较大地区为湖南、湖北、广西等，很好的解决南方锌锭紧缺的问题。

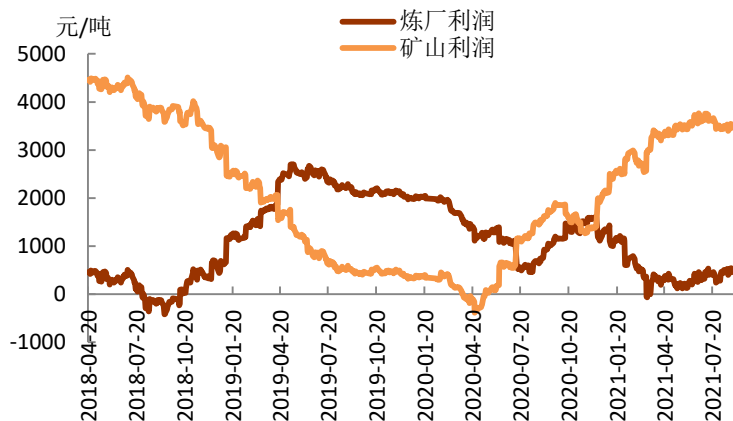
从矿企和冶炼厂利润看，矿企仍具有绝对优势，不过随着锌矿加工费的回升，及锌价高位坚挺，冶炼企业利润也得以修复，目前盈利已超过500元/吨左右，加之副产品硫酸及白银的额外利润，企业生产积极性尚可。

进出口情况，海关数据显示，7月进口精炼锌3.27万吨，同比下降25.64%，环比下降12.69%。1-7月累计进口30.19万吨，同比增加13.14%。7月当月进口减量主要来源于澳大利亚和哈萨克斯坦。目前进口窗口长期关闭，市场以部分非盈利长单及前期锁价货源流入为主，进口量不断萎缩，但抛储货源得以弥补。

图表7 国内精炼锌产量



图表8 国内矿山及炼厂利润变化



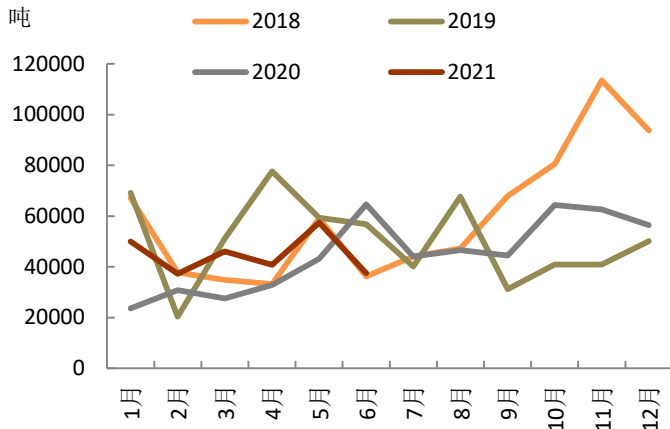
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表 9 7-8月冶炼厂检修复产情况（万吨）

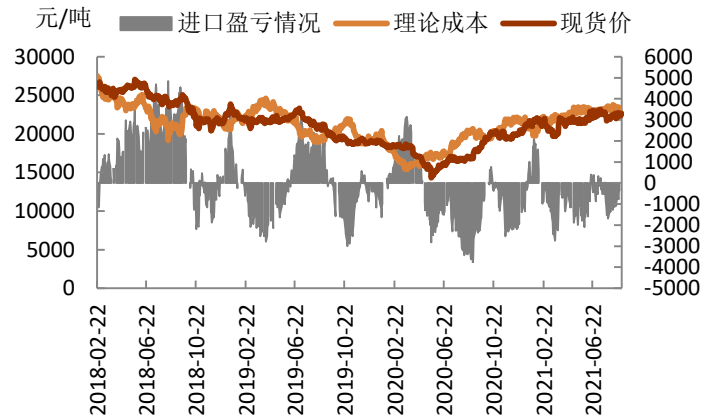
时间	地区	检修影响量
7月	内蒙	-5800
7月	安徽	-3800
7月	青海	-2860
7月		限电影响量
7月	湖南	-2800
7月	广西	-4900
7月		检修恢复
7月	内蒙	7000
7月	甘肃	7644
		限电恢复量
7月	云南	10240
变化合计		4724
		检修影响量
8月	湖南	-4000
8月	陕西	-2300
8月	甘肃	-7670
8月	内蒙	-5000
		限电影响量
8月	云南	-2000
8月	陕西	-1300
8月	广西	-9604
		检修恢复量
8月	内蒙	2000
8月	青海	3200
8月	安徽	4200
变化合计		-22270

数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 10 精炼锌进口量环比大幅下滑



图表 11 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,7月镀锌企业开工率为69.09%,环比增加2.25个百分点。7月在钢材价格上涨提振下,镀锌管下游经销商采购热情,但利润仍然倒挂;钢材高位,令镀锌结构件终端企畏高,项目工期延后,且华东和华中地区部分企业受台风天气影响拖累企业开工,但光伏和特高压订单仍有支撑;受出口退税政策变动影响,镀锌板企业抢出口,短期利润仍可观,但中长期或减少出口量。8月来看,消费仍处淡季,由于原材料上涨,加之出口退税降低政策落地,拖累部分出口订单,部分企业以消化成品库存,控产为主,预计企业开工环比小幅回升。

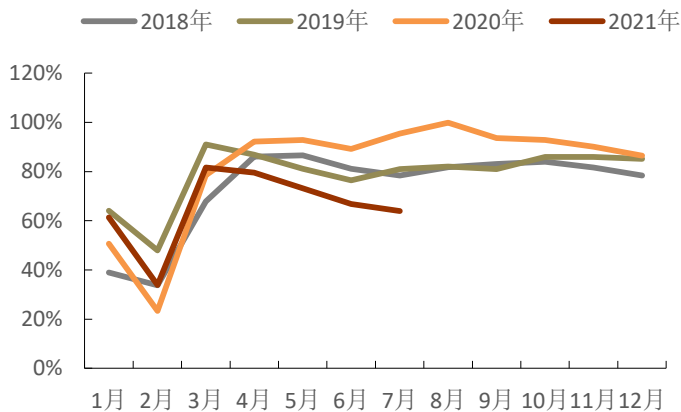
7月压铸锌企业开工率为56.77%,环比下降2.52%。7月下游处于消费淡季,加之锌价高位震荡,抑制一定下游采购需求;同时,江浙地区受台风天气影响,亦对部分企业生产造成扰动,且广东地区部分出口订单转为内销,拖累企业生产;此外,冶炼厂旗下合金厂产量仍保持较高水平,挤占一定市场份额。8月来看,企业开工仍表现偏弱,一方面出口订单受海运费高企与集装箱紧张的影响,出口订单相较往年同期明显转弱,另一方面合金企业成品库存偏高,在国内销售略有压力下,以消化库存为主。

氧化锌企业而言,订单一般,尚未增量。北方地区轮胎企业开工率有所下降,氧化锌需求小幅走弱,且短期汽车芯片短缺难有改善,后期仍将拖累氧化锌需求。南方地区,伴随着

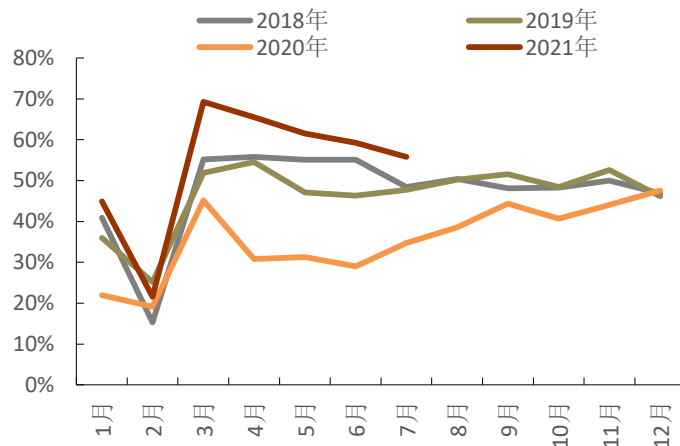
江苏疫情运输管控改善，下游电子、陶瓷企业订单好转。

整体而言，8月初端消费淡季现象依旧，且进入8月末也未见明显复苏迹象。也反映了基建、地产等传统消费尚未传导至初端领域，“金九银十”消费旺季预期存折扣的可能。

图表 12 镀锌企业开工率

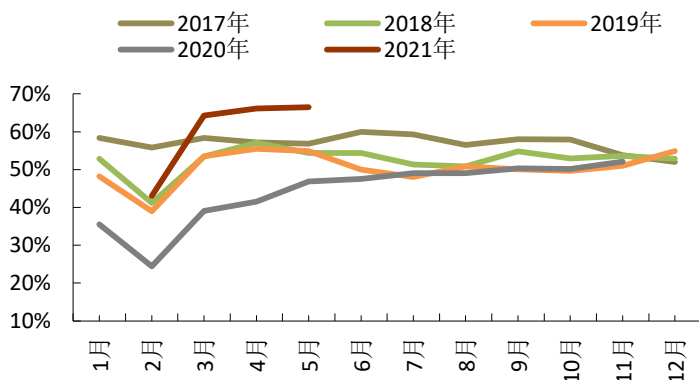


图表 13 压铸锌企业开工率



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、终端消费变现偏弱

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：1-7 月份投资缓步下滑，投资额不及预期。1-7 月份，固定资产投资同比增长 10.3%；增速较 1-6 月下滑 2.3 个百分点。其中，1-7 月份基建投资增速同比增长 4.6%，增速较 1-6 月下滑 3.2 个百分点。

7月当月数据看,基建投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比下降 10.50%,较前值回落 9.04 个百分点,较 2019 年同期两年平均下降 1.73%。当月基建投资增速跌幅扩大,一方面因 7 月进入施工淡季,叠加疫情和洪灾影响,基建相对更弱;另一方面,与今年地方债发行进度滞后有关。1-7 月,全国发行地方专项债券 21396 亿元,占全年投放额度的 59%,远低于去年同期投放额度占比的 85%。今年专项债发行速度缓慢主要源于提前批额度下达较晚、审核趋严、项目本身质量差异等有关。不过,财政部表示要适度提速地方政府专项债券发行,强化专项债券项目资金绩效管理,预计 8 月和 9 月或将迎来一波发行小高峰,拉动基建投资平稳增长。不过我们也不能高估基建修复的空间,一方面目前监管对地方隐性债务依旧维持着高压,另一方面,能够承接专项债资金的优质项目供给有限。

房地产方面:1-7 月,全国房地产开发投资同比增长 12.7%,增速较 1-6 月下滑 2.3 个百分点。同时,房地产投资先行指数全线回落。1-7 月份新屋开工面积负增长 0.9%,新屋开工比 1-6 月份回落 4.7 个百分点,施工面积小幅回落 1.2 个百分点至 9%,竣工面积与 1-6 月持平,保持在 25.7%。此外,今年以来销售面积增速呈现持续下滑态势,1-7 月销售面积累计增速为 21.5%,较 1-6 月回落 6.2 个百分点,

整体来看,7 月份房地产显示出了明显的回落态势,除了竣工面积保持高位,新房开工面积、施工面积及商品房销售面积均出现持续下滑。目前国家对房地产的严厉政策已经有效,房地产投资额下半年会继续回落。不过,竣工面积保持高位,或继续支撑锌的刚性需求。

从汽车方面来看:中汽协数据显示,7 月,我国汽车产销分别为 186.3 万辆和 186.4 万辆,环比下降 4.1%和 7.5%,同比下降 15.5%和 11.9%。1-7 月累计产销分别达到 1444 万辆和 1475.6 万辆,同比增长 17.2%和 19.3%,增速比 1-6 月继续回落 7 和 6.3 个百分点。8 月上中旬,11 家重点企业汽车生产完成 70.7 万辆,同比下降 34.3%。

近四个月汽车月度产销量呈现同比、环比双双下降的态势,一方面芯片危机、原材料上涨压力等不利影响依然存在,且近期东南亚等海外地区疫情的反复,部分地区芯片产能受到影响,或对未来车市生产销售构成进一步影响;另一方面,7 月国内多地出现极端天气,且局部地区出现的疫情复发,也在一定程度上也影响了车市的供给和需求。后期来看,年内芯片问题或难以有效缓解,且原材料价格维持高位将继续制约车市产销。

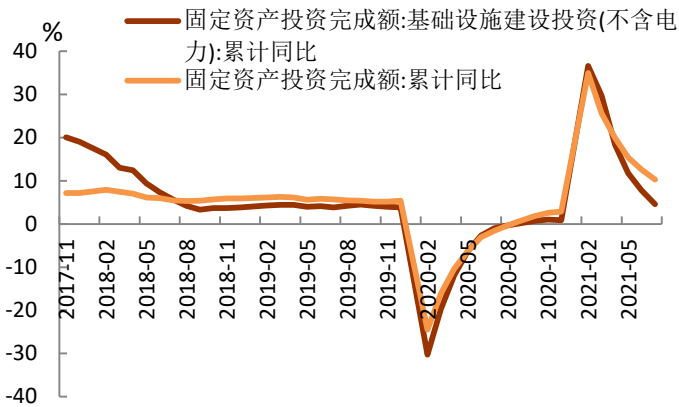
从白色家电方面来看:国家统计局数据显示,7 月空调产量增速转正,同比增加 2.8%;冰箱产量同比下降 18.3%,降幅扩大;彩电产量同比下降 24.6%,降幅扩大;洗衣机产量同比增长 4.2%,增速大幅收窄。进出口来数据显示,7 月空调出口增速转负,同比下滑 13.5%;冰箱出口同比下降 17.5%,降速扩大;洗衣机出口增速转负,同比下滑 14%;液晶电视出口同比下降 41%。

整体来看,7 月除了空调产量季节性表现较好外,洗衣机、彩电、电视产量增速均出现下滑。出口方面,四大白色家电出口增速均回落。

综上所述,终端总体表现偏弱,后期财政提速,基建投资有望加速;在严厉政策施压下,房地产投资仍有望下移,但竣工面积保持高位,或继续支撑锌的刚性需求;芯片短缺及原料

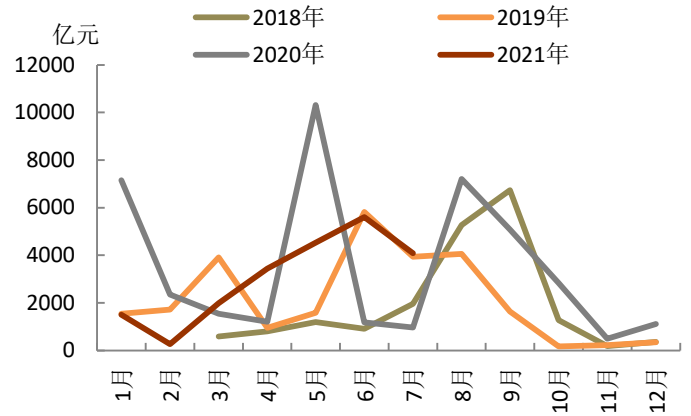
高价仍将制约年内汽车产销，而白色家电出口回落，外销提振放缓。整体看，锌终端刚性需求尚存，但增速或有限。

图表 15 基建投资增速有望环比改善

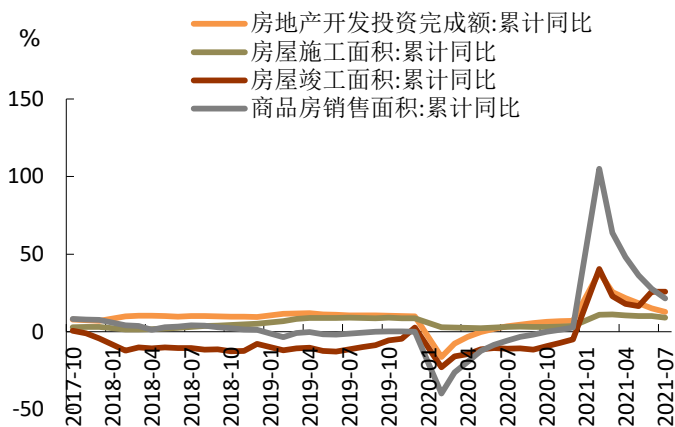


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 16 后期专项债券发放有望加快

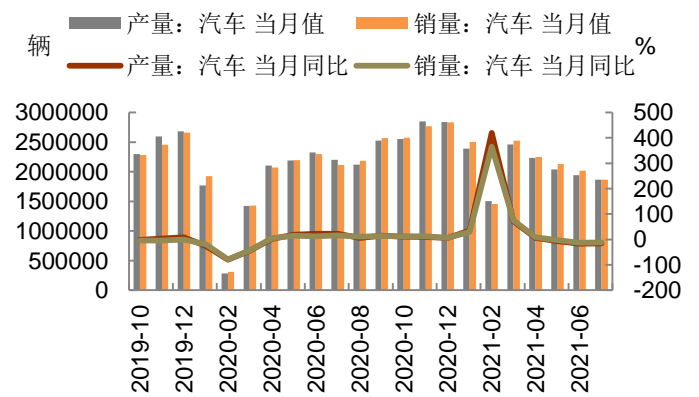


图表 17 7月地产显示有明显回落态势

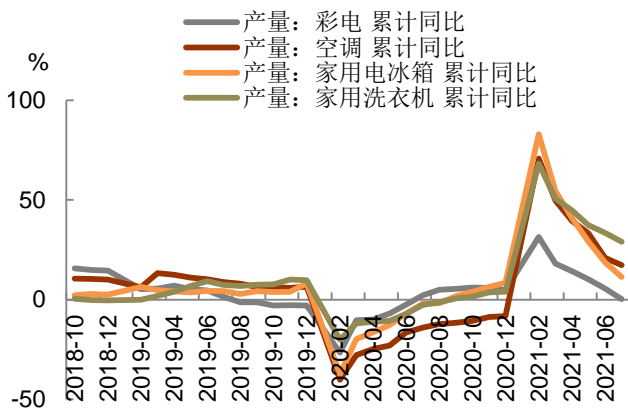


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 18 7月汽车产销仍存回落态势

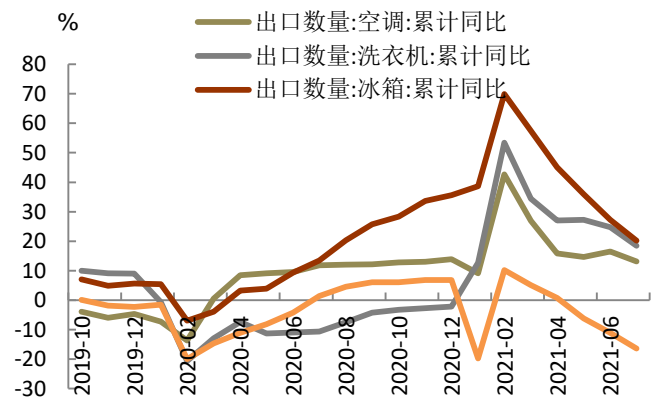


图表 19 白色家电产量增速放缓



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

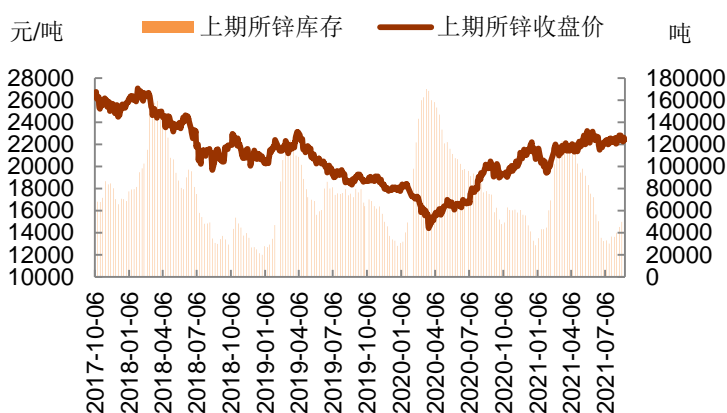
图表 20 白色家电出口增速回落



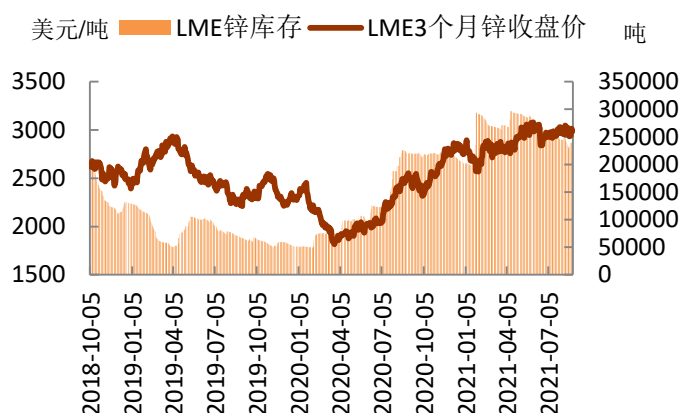
6、海外库存降势放缓，国内库存低位回升

7月中旬以来，上期所库存呈现缓慢增加态势，截止至8月27日，库存增至吨，月度增加15933吨。伦锌库存自4月中旬攀升至年内高位后，稳步下滑，至8月底出现止跌迹象，但绝对值仍处高位，截止至8月31日，库存报收至237075吨，月底减少8050吨。社会库存自7月中旬以来亦呈现低位回升态势，截止至8月27日库存报收12.62万吨，较7月中旬增加1.18万吨，但绝对值仍处低位，累库幅度较小。保税区库存维持低位下行态势，截止至8月底报收2.9万吨，目前进口锌锭维持亏损状态，多为非盈利货源或锁单货源流入。

图表 21 上期所库存低位回升

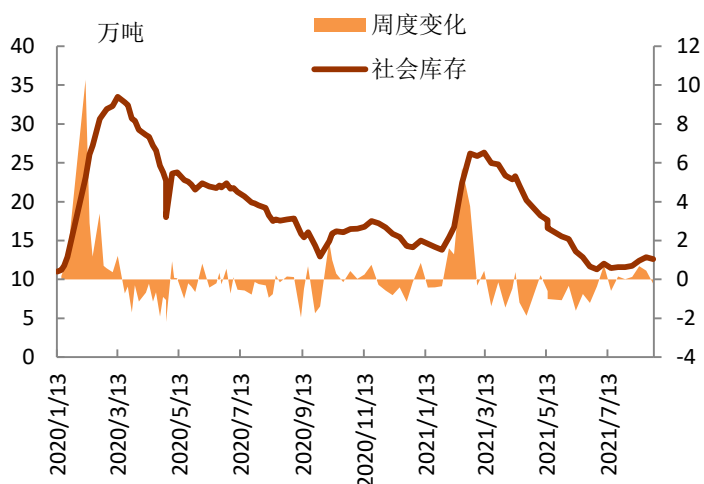


图表 22 LME 库存跌势放缓



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 23 社会库存止跌



图表 24 保税区库存延续缓慢下行



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

矿山减产叠加炼厂冬储预期升温，9月国产锌矿加工费维稳，而海外锌矿增量仍存预期差，进口矿加工费环比小幅下滑，锌矿季节性供应趋松态势放缓。西南限电影响减弱，尽管广西限电政策反复，但9月全国气温下降，限电压力将大幅缓解。不过上半年云南、陕西等省能耗不达标，政策性减产风险仍存。国储第三批5万吨货源如期落地，弥补精炼锌供应损失，供应端预计维持温和增加。需求端来看，7月基建、房地产、汽车及家电数据均表现不佳，但8、9月财政提速，基建投资有望加速；且地产竣工面积保持高位，或继续支撑锌的刚性需求。初端来看，目前消费旺季特征尚不明显，但刚需韧性仍较强，且中秋及国庆节前存备库预期，社会库存或仍难现显著累库，低库存支撑仍存。整体来看，当前基本面呈现供需双增，矛盾因素有所钝化，宏观因素对锌价走势影响加大。而8月美国非农就业数据表现不佳，市场对美联储货币政策转向担忧暂缓，美元持续走弱，锌价走势受支撑。但国内官方及财新PMI数据均表现偏弱，经济下行压力加大，限制锌价持续上涨动能。预计9月锌价或延续高位震荡格局，关注9月美联储利率决议对价格走势指引。

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。