

2021 年 5 月 10 日 星期一



宏观偏暖提振锌价 供需减限制高度

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●宏观面看，目前欧美制造业 PMI 表现亮眼，海外经济复苏较为强劲。同时美联储维持鸽派立场，流动性暂无收紧担忧，通胀预期带动金属板块走强。基本面上看，印度疫情存失控风险，但因其锌矿自给率较高，对全球锌矿供应影响相对较小，但或增加精炼锌对我国出口量，且需求端或受一定拖累。国内矿山生产季节性恢复，且进口矿集中到港，5 月内外加工费均环比小幅回升，但仍处较低水平，加工费能否持续上涨仍有待进一步确认。精炼锌 4 月产量受内蒙能耗影响略低于预期，5 月产量预计增 9000 吨，增量相对有限，供应端总体压力有限。

●需求尚处于旺季，但高企的锌价及钢材价格对镀锌板块抑制仍较明显，且锌退税政策令出口订单减少，而 5 月为压铸锌淡季，需求端环比增速或回落。高价下下游采购热情仍不高，现货维持小幅贴水状态。整体来看，宏观氛围偏暖提振金属走势，加之锌基本面尚存支撑，期价延续突破上方压力位，但 5 月需求存环比回落预期，加之原料供应紧缺度有所缓和，或限制锌价上涨幅度。中长期看，锌矿处于周期末端，全年将由短缺转为过剩，决定了锌难以成为较好的多头配置品种。后期继续关注加工费拐点兑现及下游去库情况。

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、加工费转松节点临近，3 月矿进口量超预期	5
3、4 月精炼锌环比增量有限，炼厂利润欠佳	6
3、初端延续复苏态势，关注退税政策情况.....	8
4、终端消费板块韧性较强.....	9
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	12

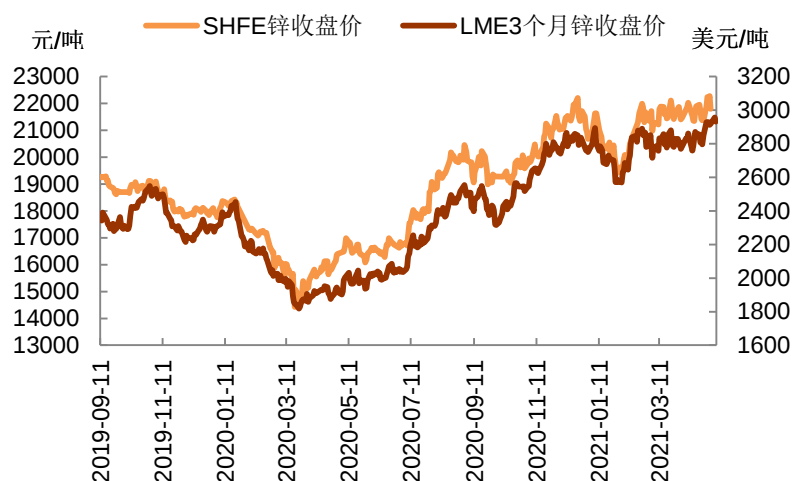
图表目录

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 内外加工费小幅增加	6
图表 5 锌矿进口环比大增	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 5 月冶炼厂检修复产情况（万吨）	7
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	9
图表 15 项目开工带动基建投资增速回暖	11
图表 16 近年专项债限额额度	11
图表 17 施工、竣工面积上不断上升，地产维持韧性	11
图表 18 缺芯对耗锌量影响有限	11
图表 19 白色家电景气度延续向上	11
图表 20 白色家电出口带动为主	11
图表 21 上期所库存高位回落	12
图表 22 LME 库存攀升至阶段高位	12
图表 23 社会库存季节性去库	12
图表 24 保税区库存连续周五下滑	12

一、锌市场行情回顾

4月沪锌主力ZN2106期价延续高位区间震荡运行，月度涨幅达1.21%。月初，中国3月官方制造业PMI和非制造业PMI双双超预期，经济恢复势头加快。且拜登宣布2.25万亿基建和就业支持计划，经济增长和疫情控制令金融市场乐观情绪高涨，带动金属走强，沪锌短暂突破2.2万压力位。然大宗商品价格持续上涨，引起国家层面关注，锌价回落至21250元/吨附近再度反弹至2.2万附近。随后受3月锌矿进口量超预期打压，加之美俄之间政治博弈升级、欧洲疫情严重，市场情绪回落，锌价五连跌，重回21200元/吨附近。月末，美元延续跌势，提振金属板块走强，且节前下游补库需求全面释放，锌价反弹上行，刷新阶段新高点至22610元/吨后快速回落，最终收至21795元/吨。伦锌走势强于沪锌，月度涨幅达3.88%，收至2917.5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

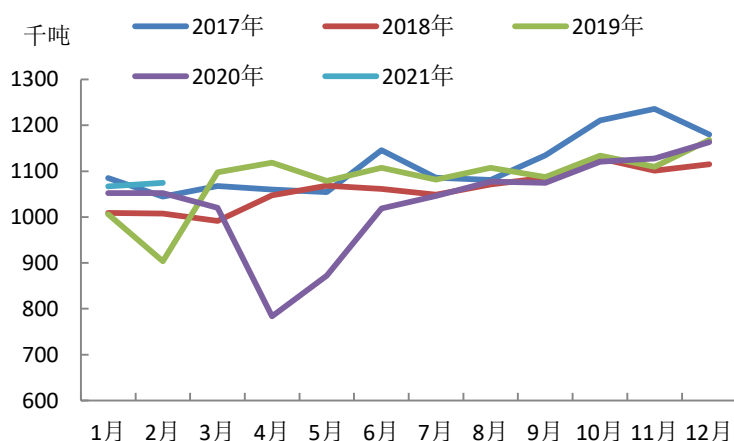
1、全球锌矿供应尚未恢复至疫情前水平

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。增量主要来自于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。

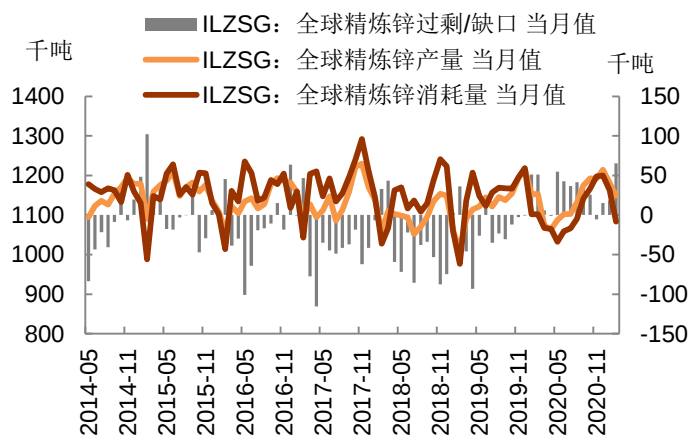
ILZSG 最新数据显示，2021年2月全球锌矿产量达107.43万吨，同比增加2.09%。精炼锌

产量达114.91万吨，同比减少0.31%，消费量达108.37万吨，同比减少1.63%。全球锌市供应过剩规模从1月的1.83万吨增加至6.54万吨。数据来看，全球锌矿产出复苏态势有所加快，而受季节性影响，精炼锌需求降幅有所扩大，导致全球供需过剩幅度走扩。此外，ILZSG最新预计2021年全球锌矿产量将增长5.7%，达到1,292万吨，全球精炼锌需求将增长4.3%，达到1,378万吨，全年全球精炼锌供应将过剩35.3万吨，过剩量较2020年有所收缩。

图表2 全球锌矿月度产量



图表3 全球锌市月度供需情况



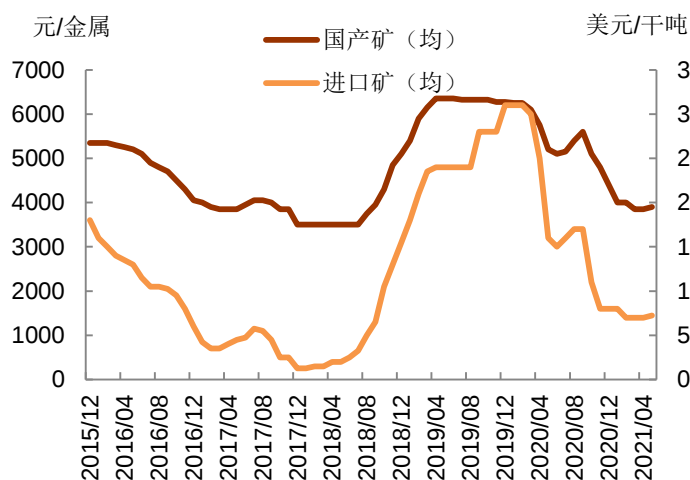
数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

2、加工费转松节点临近，3月矿进口量超预期

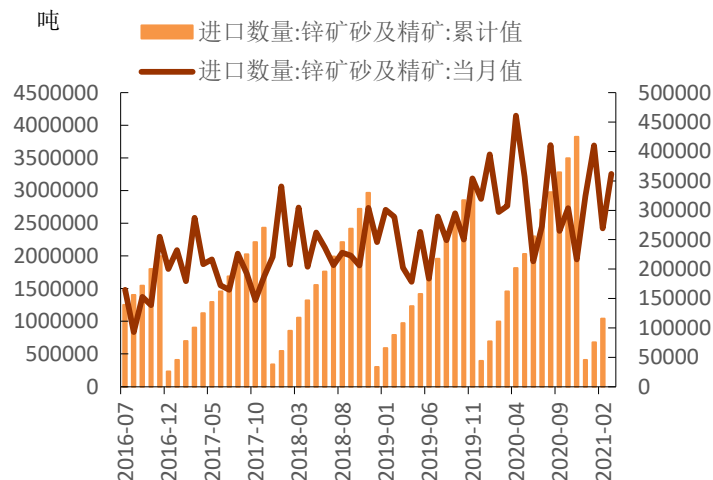
随着5月临近，国产矿山季节性逐步恢复至正常生产，加之4月底至5月初进口矿将集中到港，市场预计原料紧缺将逐步缓解。从SMM月度锌矿加工费来看，5月国产矿加工费报收3700-4100元/吨，均值环比增50元/吨；进口矿加工费报收65-80美元/干吨，均值环比增美元/干吨。两者均环比小幅增加，从绝对数值上看仍处于近两年来偏低水平，但锌矿供应边际由紧转松的节点越来越近，后期关注加工费上调的持续性。

锌矿进口方面，海关数据显示，3月进口锌精矿为36.174万吨，环比增加34.29%，同比增加17.83%。1-3月累计进口锌精矿达104.15万，同比增加4.17%。3月当月锌矿进口量超预期，其中秘鲁进口量恢复至正常水平，贡献主要增量；此外，随着国内冶炼厂节后复工复产，而国内矿山仍处季节性减停产期，从而增加对进口矿的需求；且一季度锌矿进口窗口短暂开启，散单流入量也有所增加。后期来看，国内矿山预计5月底6月初才恢复至正常生产，炼厂对进口矿需求仍存，且4、5月炼厂前期订单集中到港，预计4月进口量将维持在35万吨左右的高水平。

图表 4 内外加工费小幅增加



图表 5 锌矿进口环比大增



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

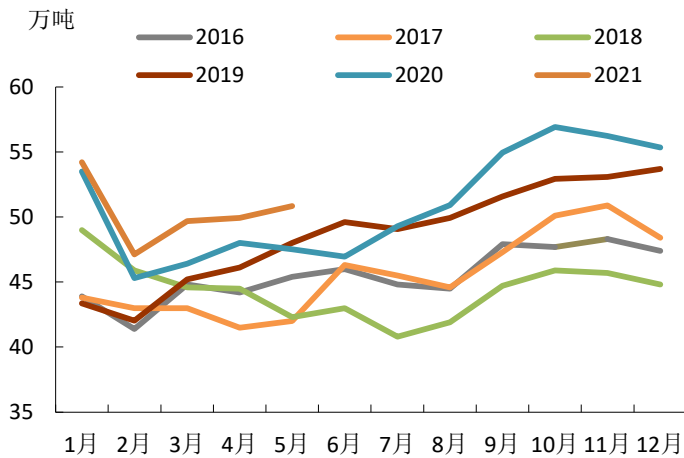
3、5 月精炼锌增量有限，关注炼厂利润

SMM：4月精炼锌产量49.93万吨，环比增加0.49%，同比增速4.11%，1-4月累计产量201万吨，累计同比增加4.25%。4月国内精炼锌供应增量不及预期，主因内蒙古“能耗双控”影响仍有延续，导致部分炼厂检修停产；其次湖南地区受到环保督察组入驻的影响，当地部分再生锌企业减停产应对；另外锌矿加工费仍处于低位，部分炼厂生产亏损，继续控产应对。进入5月，内蒙古“能耗双控”影响延续，另河南及青海地区部分炼厂常规检修；同时，4月检修企业于5月恢复生产，贡献主要增量，预计国内精炼锌产量环比增加9000吨至50.83万吨。

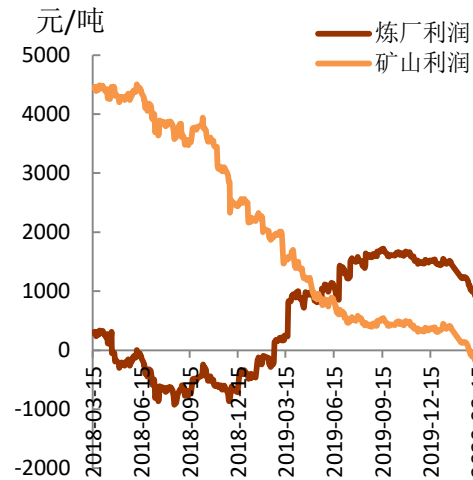
从矿企和冶炼厂利润分配情况来看，矿企吞噬了大部分利润，截止至4月底，矿企利润维持在3500元/吨附近，处于两年来高位。而冶炼企业维持小幅亏损，截至4月底，亏损幅度达300元/吨左右，降低了企业产出积极性。

进出口情况，海关数据显示，3月进口精炼锌4.61万吨，同比增加67.28%，环比增加23.55%。2021年1-3月累计进口13.34万吨，同比增加62.54%。3月进口窗口短暂开启，同时少量非盈利货源流入，带动当月进口量增加。4月国内炼厂检修较多，下游消费仍存韧性，或继续带动进口锌锭流入，预计4月进口量环比增至5.7万吨。

图表 7 国内精炼锌产量



图表 8 国内矿山及炼厂利润变化



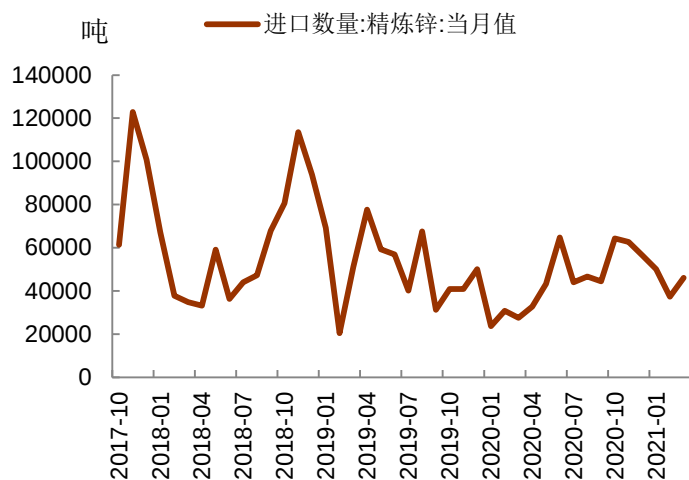
数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表 9 5月冶炼厂检修复产情况(万吨)

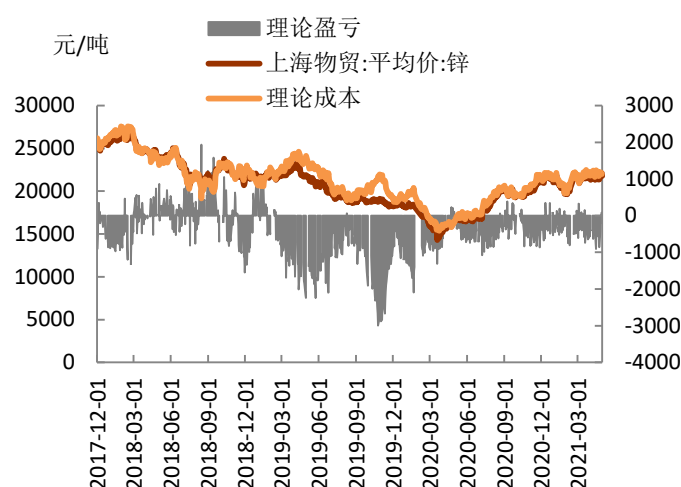
企业名称	时间	备注	环比影响量
西部矿业	5月	常规检修 25 天	(7300)
河南豫光	5月	常规检修	(7200)
祥云飞龙	5月	提产	1000
蒙自矿冶	5月	检修	(2100)
兴安铜锌	5月	检修	(8000)
罗平锌电	5月	提产	2000
呼伦贝尔宏驰	5月	恢复	11150
鑫联环保	5月	恢复	1200
泸溪鸿运	5月	检修复产	2000
东顺锌业	5月	技改提产	900
华峰锌业	5月	环保结束, 复产	2500
四川四环	5月	计划提产	3000
柳州华锡	5月	检修后复产	2500
新疆紫金	5月	检修后复产	4104
其它	5月	产量波动	2048
总计			7802

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

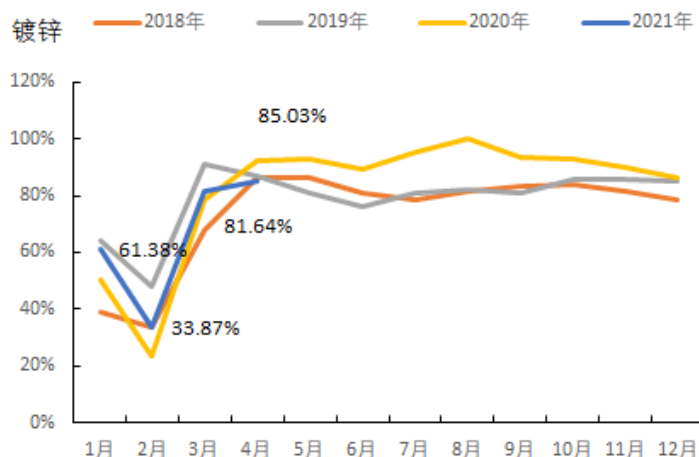
3、原料高价抑制初端开工，关注退税政策情况

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。

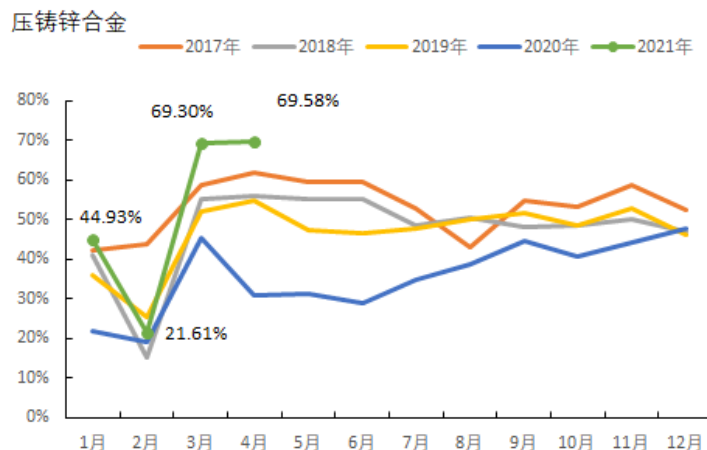
从企业开工来看，两会后下游恢复态势较为良好。3月镀锌企业开工率为81.64%，环比增加47.77个百分点，预计4月在85.03%；压铸锌合金企业开工率为69.3%，环比增加47.69个百分点，4月预计在69.58%，因高价货或抑制需求；氧化锌企业开工率为64.32%，环比增加21.25个百分点，预计4月在64.7%。整体来看，3月各版块环比均呈现大幅复苏，但4月环比增速有限，其中镀锌板块受制于高价锌及钢材制约，企业利润挤压，导致部分需求后置；压铸锌合金企业采买原料仍以刚需为主，此外冶炼厂压铸合金继续冲击传统合金市场；在环保督查影响下，部分氧化锌企业仍处于检修和减产状态，市场景气度走弱。

此外，财政部税务总局决定，自2021年5月1日起，取消部分钢铁产品出口退税。其中涉及部分镀锌产品，后期或制约出口订单量。

图表 12 镀锌企业开工率

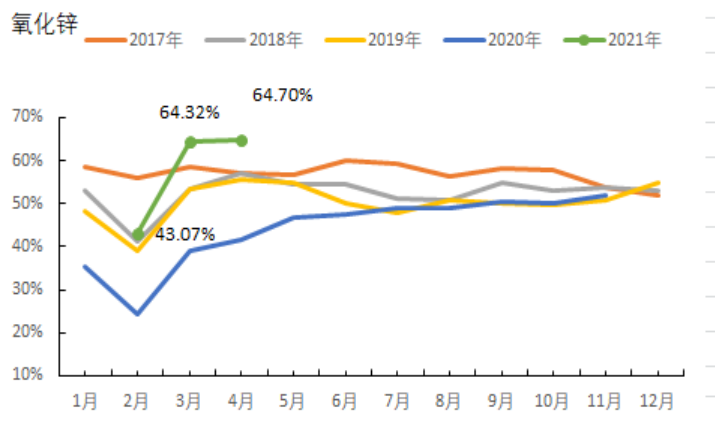


图表 13 压铸锌企业开工率



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: 统计局数据: 一季度全国固定资产投资(不含农户) 95994 亿元, 同比增长 25.6%, 环比增长 2.06%。较 2019 年 1-3 月份增长 6.0%, 两年平均增长 2.9%。其中 3 月份固定资产投资(不含农户) 比上月环比增长 1.51%。其中, 一季度基础设施投资同比增长 29.7%。单月来看, 3 月份基建投资增加额 1.37 万亿, 投资稳步上行, 3 月份基建投资增速比 1-2 月份有所增加。随着基建项目开工, 投资有所发力。

未来看, 2021 年度地方政府专项债额度为 3.65 万亿, 比 2020 年有所下滑, 同时 2021

年赤字率也有所下滑。基建行业在 2021 年不再负担承托刺激经济增长的作用，不过两会政府工作报告中也体现了政策“不急转弯”的态度，预计全年基础设施投资会逐步走低。

房地产方面，1-3 月份，全国房地产开发投资 27576 亿元，同比增长 25.6%；比 2019 年 1-3 月份增长 15.9%，两年平均增长 7.6%。3 月单月投资增速 14.7%，房地产投资单月增速处于较高的水平。3 月份新屋开工面积年增长率-3.31%，新屋开工比 1-2 月份稍有回升，施工面积仍然保持较高的增速，竣工面积比 1-2 月份稍有回落至 1.75%，销售面积和销售额比 1-2 月份出现小幅下滑，但增速仍然处于高位，商品房销售仍然较为良好。

整体来看，在受到资金、政策打压的情况下，地产开发商加紧现有项目完工收回资金，房地产施工和竣工面积上不断上升，房地产维持较强韧性。但新开工在下行，意味着未来房地产投资完成额上升速度会减缓。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，3 月汽车产销环比和同比均呈较快增长，分别达到 246.2 万辆和 252.6 万辆，环比增长 63.9%和 73.6%，同比增长 71.6%和 74.9%。1-3 月，汽车产销 635.2 万辆和 648.4 万辆，同比增长 81.7%和 75.6%。

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，影响全球汽车产出，一季度预计影响国内产量 5-8%。目前来看，芯片问题至少到三季度才将逐步改善，预计二季度产出将继续受限。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，

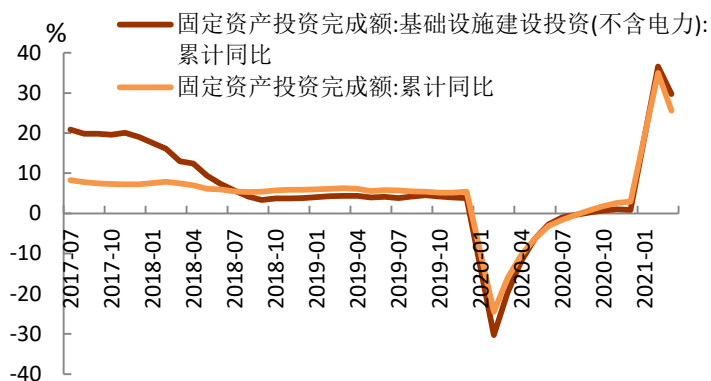
1-3 月主要白电产品当月产量维持增长态势，空调、冰箱、彩电、洗衣机产量累计同比分别增 49.8%、54.6%、18.1%和 50.7%。1-3 月空调、冰箱、彩电、洗衣机出口累计分别同比增 26.9%、57.4%、5.1%和 34.4%。

金额 81.49 亿美元，同比涨幅高达 83.54%，高于国家外贸总出口同比增长（30.6%）超 50 个百分点。从白电产品出口数量来看，三大品类白电出口规模稳步提升，但同比增速均较 2 月显著下滑。考虑到海外疫情反复仍将持续一定时间，虽然出口增速出现减缓趋势，但剔除 2020 年同期基数过高等原因，预计 2021 年家电出口规模与增速仍将维持稳中有增的趋势。

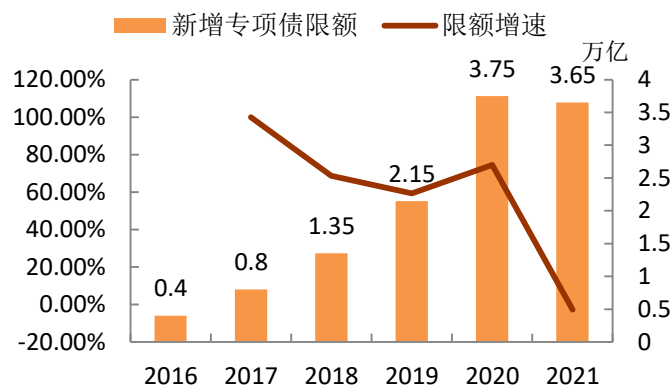
整体来看，虽然近期家电产品受上游原材料上涨的影响，价格有所提升，但 1-3 月家电市场产销及出口依旧向好。后期来看，地产竣工有望延续回暖，将供需部分家电增量，海外订单向好趋势未变，预计家电出口仍将维持高景气。

综上所述，项目开工带动基建投资增速回暖，同时房地产施工、竣工维持较好变现，汽车板块缺芯对耗锌量影响有限、家电需求尚存，支撑了锌品种终端的消费韧性。

图表 15 项目开工带动基建投资增速回暖

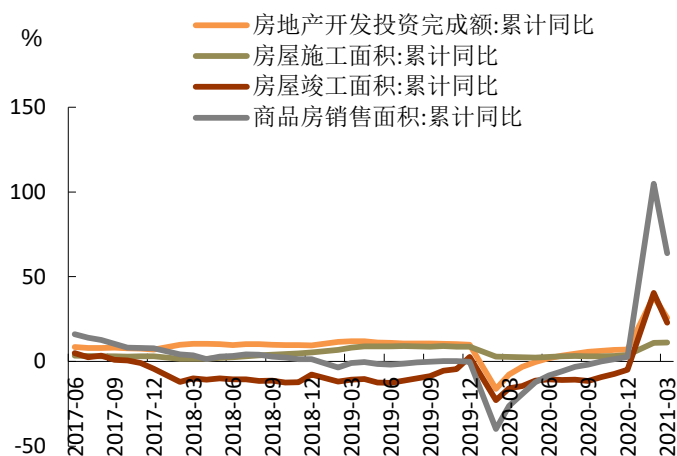


图表 16 近年专项债限额额度

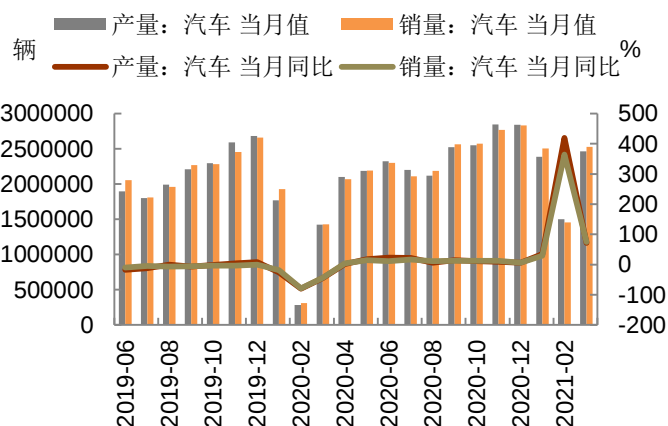


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 17 施工、竣工面积上不断上升, 地产维持韧性

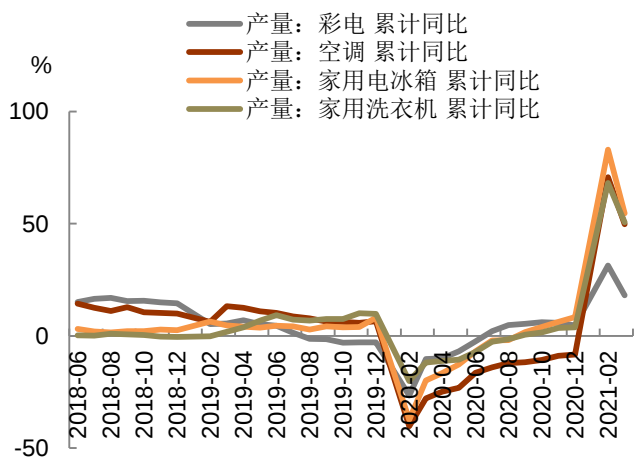


图表 18 缺芯对耗锌量影响有限

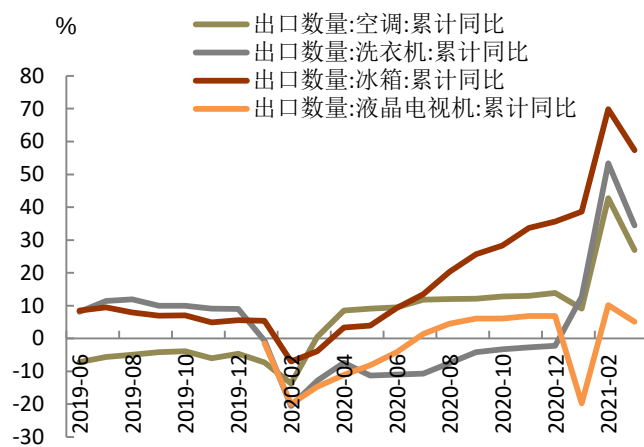


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 19 白色家电景气度延续向上



图表 20 白色家电出口带动为主



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

6、LME 库存攀升至阶段高位，国内延续季节性去库

4月中旬伦敦库存两次集中交仓，截止至4月底库存报收291750吨，创近年高位，月度增加20900吨。上期所库存高位回落，截止至4月底库存报收94427吨，月度环比减少18698吨。社会库存延续去化，截止至4月30日，SMM七地锌锭库存总量为18.01万吨，其中节前备库导致库存下降9700吨，月度环比减少6.79万吨。保税区来看，库存连续五周下滑，截止至4月30日，库存收至4.31万吨，月度环比降0.76万吨，主因下游逢价补货需求提升，部分非盈利性长单货源继续流入华东市场补充。

图表 21 上期所库存高位回落

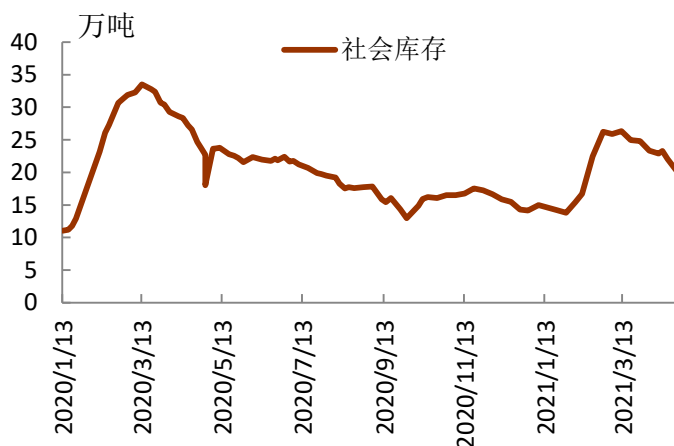


图表 22 LME 库存攀升至阶段高位



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 23 社会库存季节性去库



图表 24 保税区库存连续周五下滑



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

宏观面看，目前欧美制造业 PMI 表现亮眼，海外经济复苏较为强劲。同时美联储维持鸽

派立场，流动性暂无收紧担忧，通胀预期带动金属板块走强。基本面看，印度疫情存失控风险，但因其锌矿自给率较高，对全球锌矿供应影响相对较小，但或增加精炼锌对我国出口量，且需求端或受一定拖累。国内矿山生产季节性恢复，且进口矿集中到港，5 月内外加工费均环比小幅回升，但仍处较低水平，加工费能否持续上涨仍有待进一步确认。精炼锌 4 月产量受内蒙能耗影响略低于预期，5 月产量预计增 9000 吨，增量相对有限，供应端总体压力有限。需求尚处于旺季，但高企的锌价及钢材价格对镀锌板块抑制仍较明显，且锌退税政策令出口订单减少，而 5 月为压铸锌淡季，需求端环比增速或回落。高价下下游采购热情仍不高，现货维持小幅贴水状态。整体来看，宏观氛围偏暖提振金属走势，加之锌基本面尚存支撑，期价延续突破上方压力位，但 5 月需求存环比回落预期，加之原料供应紧缺度有所缓和，或限制锌价上涨幅度。中长期看，锌矿处于周期末端，全年将由短缺转为过剩，决定了锌难以成为较好的多头配置品种。后期继续关注加工费拐点兑现及下游去库情况。

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。