

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

孟宪博

从业资格编号：F3083156

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

当前锌锭供给压力预期不大，下游企业开工整体向好，供需格局持续改善，锌锭旺季去库有望延续，锌锭库存与期货持仓比值下滑，多头挤仓预期逐步加强，推动价差拉大。建议介入 06-07 沪锌正套策略。

● 我们的逻辑

1. **锌矿供给持续偏紧。**国内中小型锌矿山受环保相关政策影响生产持续受阻，冶炼加工费偏低，锌矿供给偏紧的局面或将持续。

2. **锌锭供给压力预期不大。**锌矿加工费维持低位，冶炼生产利润相对偏低，偶有亏损，预计生产积极性不高，锌锭产量相对平稳。叠加进口盈利窗口关闭，国内锌锭供给压力预期不大。

3. **需求提升有望带动库存去化。**全球经济已完成阶段性复苏，锌下游企业开工整体向好。旺季需求有望持续提升，带动锌锭库存去化。

4. **策略建议。**当前时点价差偏低，建议介入沪锌 06-07 正套。

● 风险提示

锌锭去库不及预期，中小型矿山超预期复产，冶炼厂超预期扩大产量，消费力度不及预期。

报告目录

1. 行情回顾.....	1
1.1 沪锌春节后震荡偏强.....	1
2. 锌锭供给压力预期不大.....	1
1.1 国内中小型矿企生产或将持续受阻.....	1
1.2 冶炼长单加工费低于预期.....	2
1.3 锌锭产量相对平稳.....	3
1.4 进口流入预期不强.....	5
3. 经济阶段性复苏，需求持续改善.....	6
3.1 全球经济复苏，需求阶段性修复.....	6
3.2 下游消费表现良好.....	7
4. 策略建议：沪锌 06-07 正套.....	8
4.1 旺季去库有望延续.....	8
4.2 建议沪锌 06-07 正套.....	10
5. 风险提示.....	11

图目录

图 1：沪锌主力合约春节后震荡偏强（单位：元/吨）.....	1
图 2：国内锌矿企业季节性开工率（单位：%）.....	2
图 3：国内不同规模锌矿企业开工率（单位：%）.....	2
图 4：世界十大锌矿企业（单位：万吨）.....	3
图 5：世界十大锌冶炼企业（单位：万吨）.....	3
图 6：长单锌精矿加工费与全球锌精矿产量.....	3
图 7：冶炼厂锌矿库存天数.....	4
图 8：冶炼厂锌矿库存量（单位：万吨）.....	4
图 9：国内平均锌精矿加工费.....	4
图 10：锌锭价格及冶炼厂利润（单位：元/吨）.....	4
图 11：中国冶炼厂月度检修影响产量（单位：万吨）.....	4
图 12：中国精炼锌月度产量（单位：万吨）.....	5
图 13：中国锌锭累积进口量及同比（单位：万吨）.....	5
图 14：进口锌盈亏及沪伦比值（单位：元/吨）.....	6
图 15：海外主要经济体制造业 PMI（单位：%）.....	6
图 16：主要出口国家出口金额增速（单位：%）.....	7
图 17：锌各下游消费领域 PMI（单位：%）.....	7
图 18：国内镀锌企业开工率（单位：%）.....	8
图 19：国内锌合金企业开工率（单位：%）.....	8
图 20：国内氧化锌企业开工率（单位：%）.....	8
图 21：国内黄铜棒企业开工率（单位：%）.....	8
图 22：锌锭季节性社会库存（单位：万吨）.....	9
图 23：锌锭社会库存周度环比变化（单位：万吨）.....	9
图 24：锌锭社会库存/（连一+连二+连三）持仓量.....	9

图 25: 上期所锌注册仓单/ (连一+连二+连三) 持仓量.....	10
图 26: ZN06-07 合约价差 (单位: 元/吨)	10

1. 行情回顾

1.1 沪锌春节后震荡偏强

沪锌春节后震荡偏强。截至4月14日收盘，沪锌主力合约收于21,335元/吨，较节前收盘上涨4.2%，盘面振幅达7.8%。

图1：沪锌主力合约春节后震荡偏强（单位：元/吨）



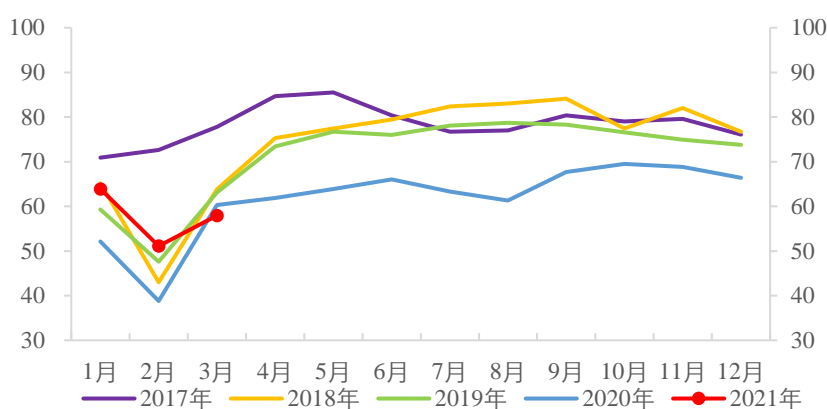
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 锌锭供给压力预期不大

1.1 国内中小型矿企生产或将持续受阻

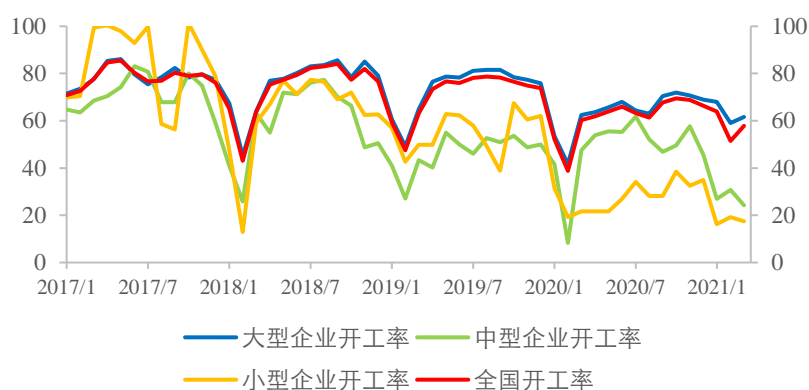
目前我国锌矿企业的开工率处于季节性低位，其中大型锌矿企业疫情后的复工完成相对较好，而我国众多的中小型锌矿企业开工率仍然相对不足。这主要是由于湖南、广西、云南等地区的小型铅锌矿山，或因资金实力无法达到“绿色矿山”的建设要求，或受“生态保护红线”影响需要重新审批，开工生产受阻的情况或将持续。

图2：国内锌矿企业季节性开工率（单位：%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图3：国内不同规模锌矿企业开工率（单位：%）

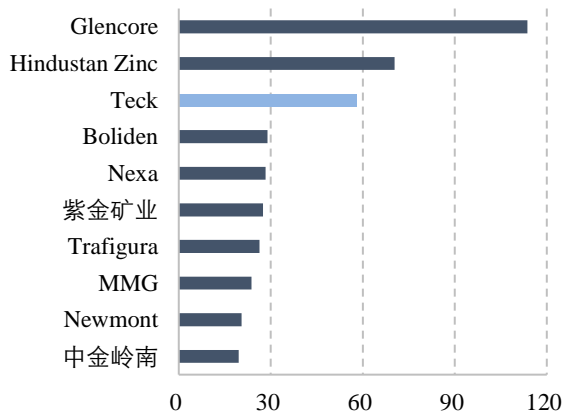


数据来源：SMM，兴证期货研发部

1.2 冶炼长单加工费低于预期

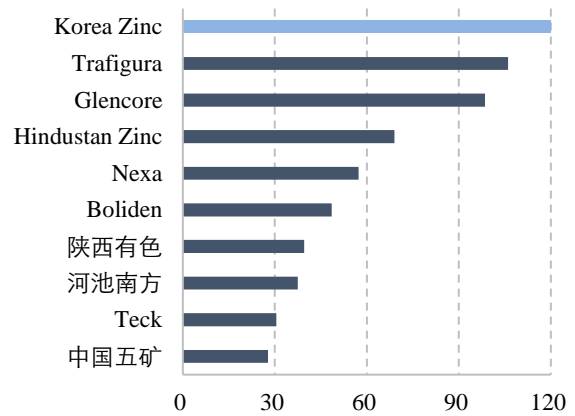
Teck Resources（泰克资源）是全球第三大锌矿企业，旗下的 Red Dog 矿山对全球锌矿产量的贡献超过 4%，是全球最大的铅锌矿山。每年 3 至 4 月份泰克资源就 Red Dog 出产的锌精矿，与 Korea Zinc（韩国锌业）等大型冶炼企业达成年度冶炼长单，其中议定的加工费很大程度上反映了锌精矿的供需关系。

图4：世界十大锌矿企业（单位：万吨）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

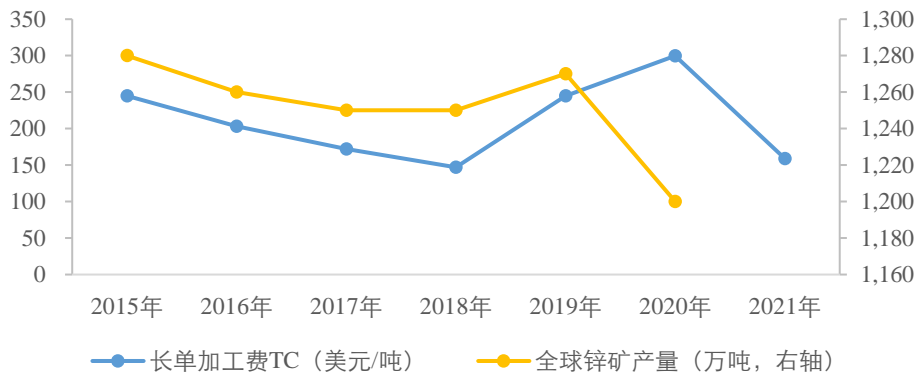
图5：世界十大锌冶炼企业（单位：万吨）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

当锌精矿供应充足时，冶炼企业议价能力较强，加工费呈上升趋势；当锌精矿供应紧张时，锌矿企业议价能力较强，加工费则会下降。近日泰克资源与韩国锌业达成的长单加工费为 159 美元/吨，略低于市场主流的价格预期，处于历史相对低位。这侧面佐证了市场对锌矿短期内偏紧缺的预期。

图6：长单锌精矿加工费与全球锌精矿产量

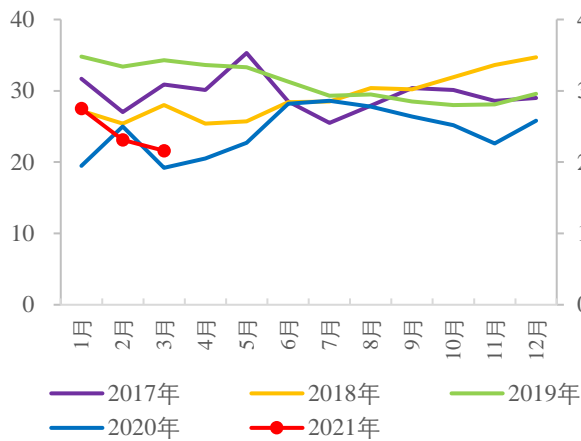


数据来源：新闻整理，USGS，兴证期货研发部

1.3 锌锭产量相对平稳

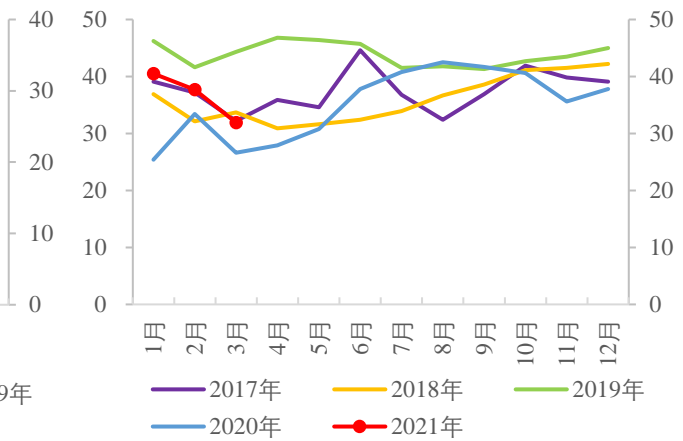
当前锌矿供给持续偏紧缺，冶炼厂的锌矿库存处于季节性相对低位，锌精矿加工费也处于近两年来的低位。低加工费导致今年以来冶炼生产利润偶尔出现亏损，冶炼生产积极性受挫。据 Mymetal 调研，国内冶炼厂 4 月的计划检修量适中，预计 4 月的锌锭产量保持相对平稳。

图7: 冶炼厂锌矿库存天数



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图8: 冶炼厂锌矿库存量 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图9: 国内平均锌精矿加工费



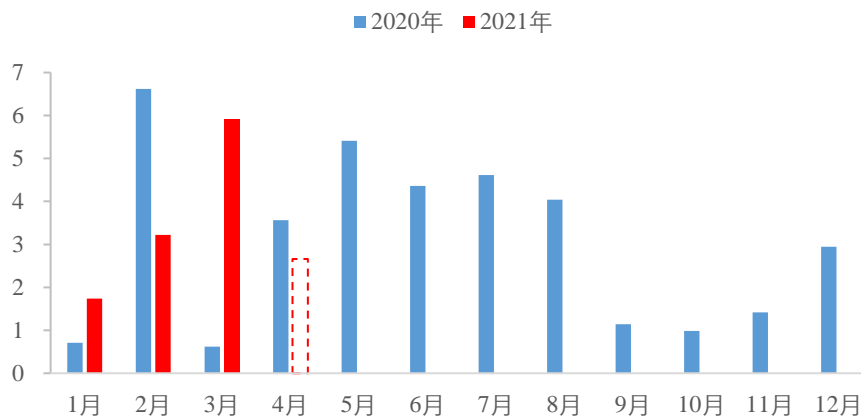
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图10: 锌锭价格及冶炼厂利润 (单位: 元/吨)



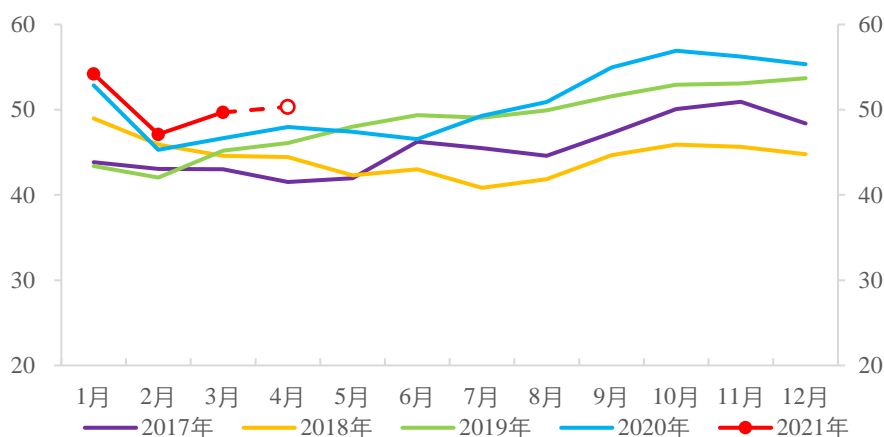
数据来源: SMM, Wind, 兴证期货研发部

图11: 中国冶炼厂月度检修影响产量 (单位: 万吨)



数据来源: Mymetal, 兴证期货研发部

图12: 中国精炼锌月度产量 (单位: 万吨)

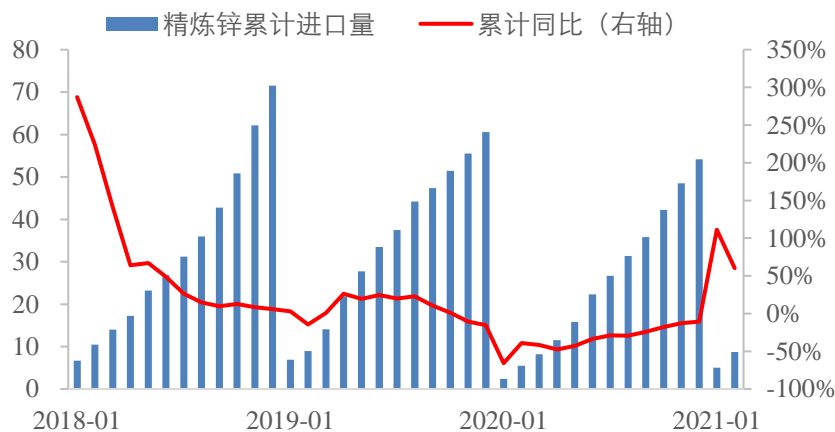


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

1.4 进口流入预期不强

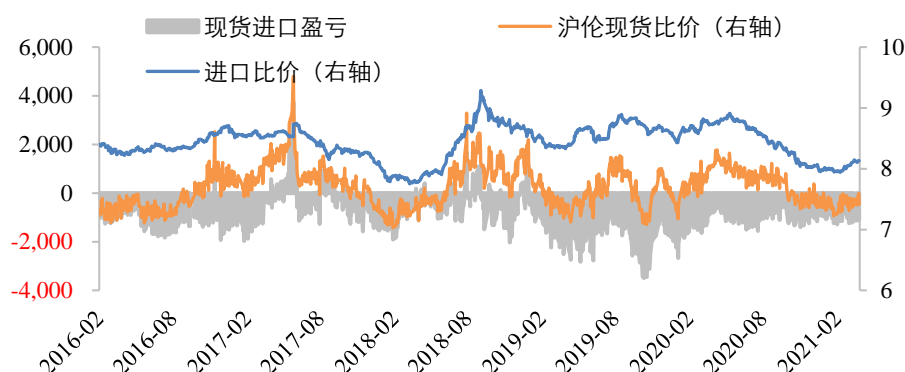
2021年1-2月我国累计进口锌锭8.73万吨, 刚刚达到2019年同期水平。在目前沪伦比值相对偏低的情况下, 进口盈利窗口鲜有打开, 精炼锌的进口流入预期不强。

图13: 中国锌锭累积进口量及同比 (单位: 万吨)



数据来源: 海关总署, 兴证期货研发部

图14: 进口锌盈亏及沪伦比值 (单位: 元/吨)



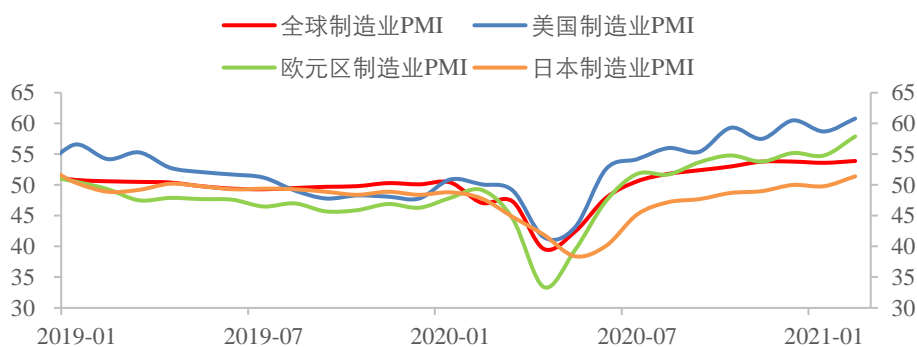
数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

3. 经济阶段性复苏，需求持续改善

3.1 全球经济复苏，需求阶段性修复

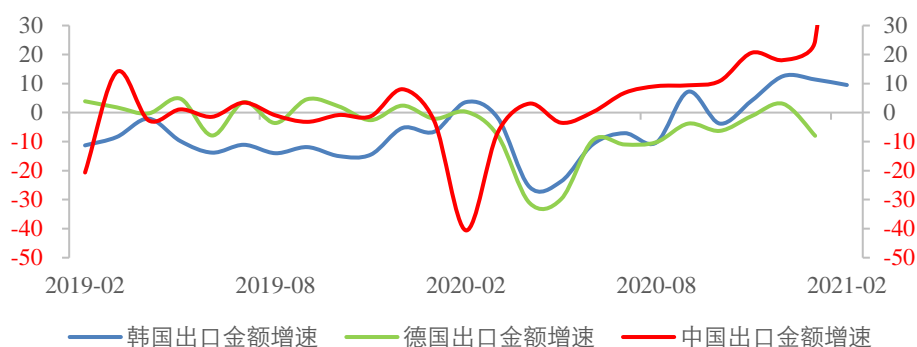
2020年下半年以来，全球经济开始逐步摆脱新冠疫情的负面影响。目前全球制造业 PMI 连续 8 个月位于临界点以上，美国和欧元区等发达经济体表现良好，提振大宗商品需求。主要出口国家的出口金额同比增速基本回正，我国出口表现尤为亮眼。

图15: 海外主要经济体制造业 PMI (单位: %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图16: 主要出口国家出口金额增速 (单位: %)

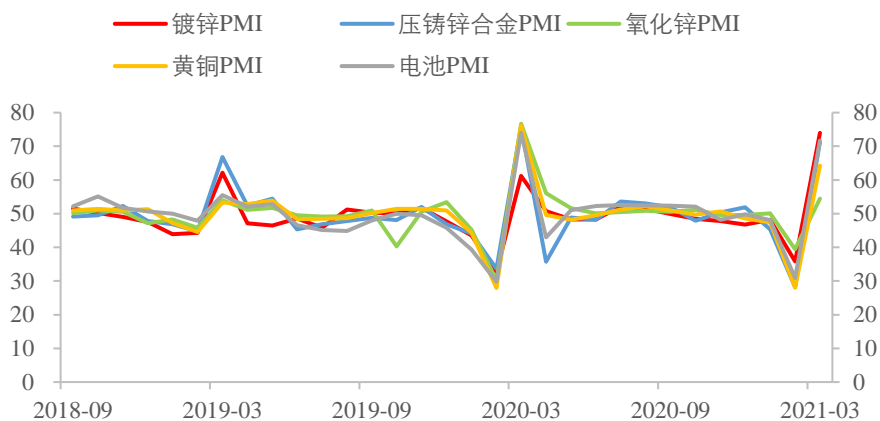


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 下游消费表现良好

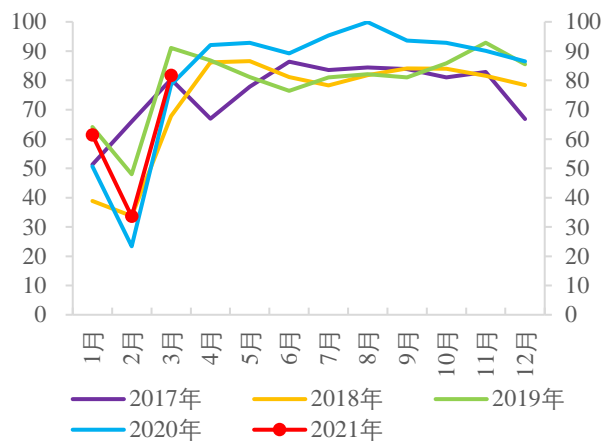
去年四季度以来下游企业复工情况良好, 疫情对国内生产和需求的影响已经趋弱。各主要消费领域的春节后开工率较高, 镀锌和氧化锌有超预期表现, 锌锭需求整体向好。

图17: 锌各下游消费领域 PMI (单位: %)



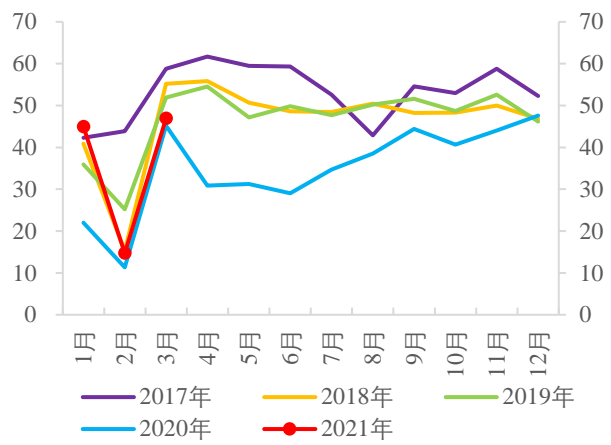
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图18: 国内镀锌企业开工率 (单位: %)



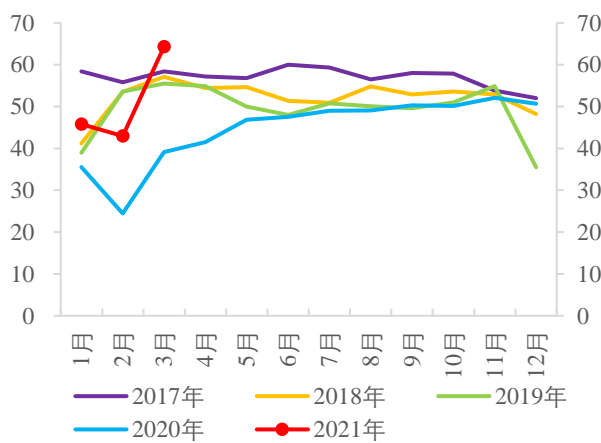
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图19: 国内锌合金企业开工率 (单位: %)



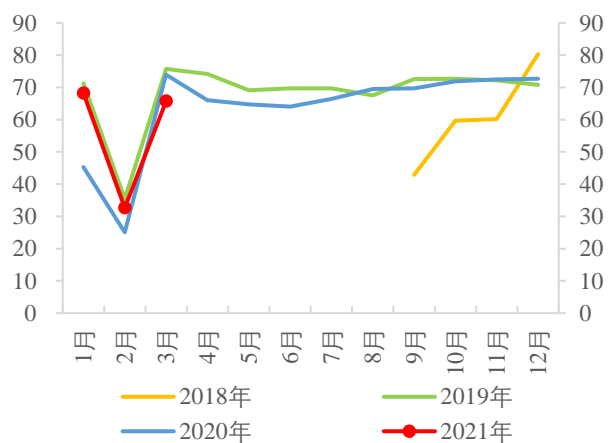
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图20: 国内氧化锌企业开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图21: 国内黄铜棒企业开工率 (单位: %)



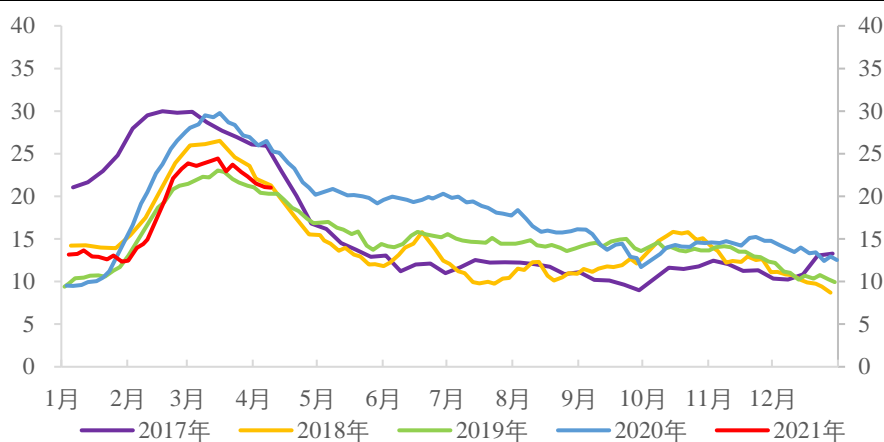
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4. 策略建议: 沪锌 06-07 正套

4.1 旺季去库有望延续

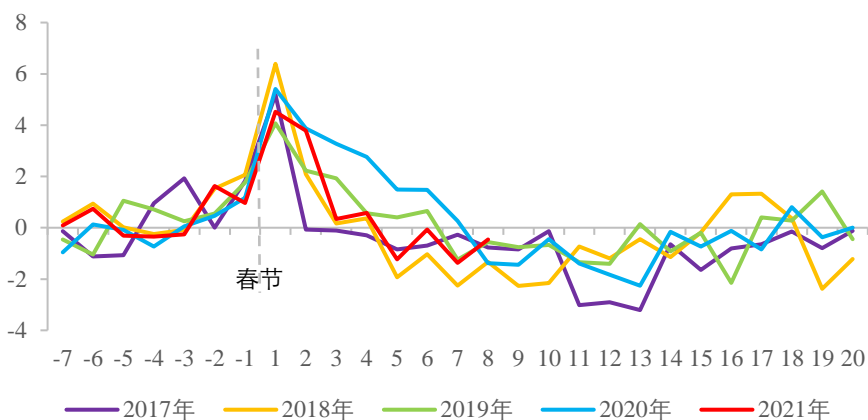
锌锭在春节前后发生累库, 随着消费旺季的到来锌锭库存逐渐去化。以 2017 年和 2018 年为例, 锌锭库存在 4 月至 5 月期间出现快速去化, 锌锭库存与期货持仓比值迅速下滑, 市场逐步形成多头挤仓预期, 带动 ZN06-07 的价差上涨。

图22: 锌锭季节性社会库存 (单位: 万吨)



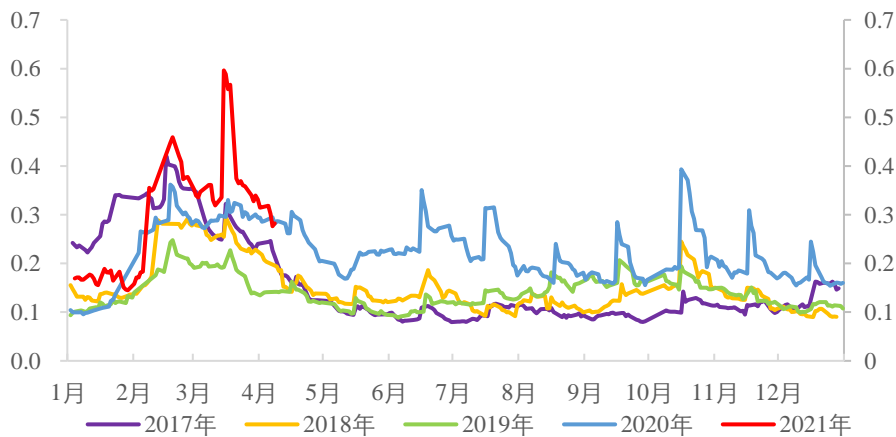
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图23: 锌锭社会库存周度环比变化 (单位: 万吨)



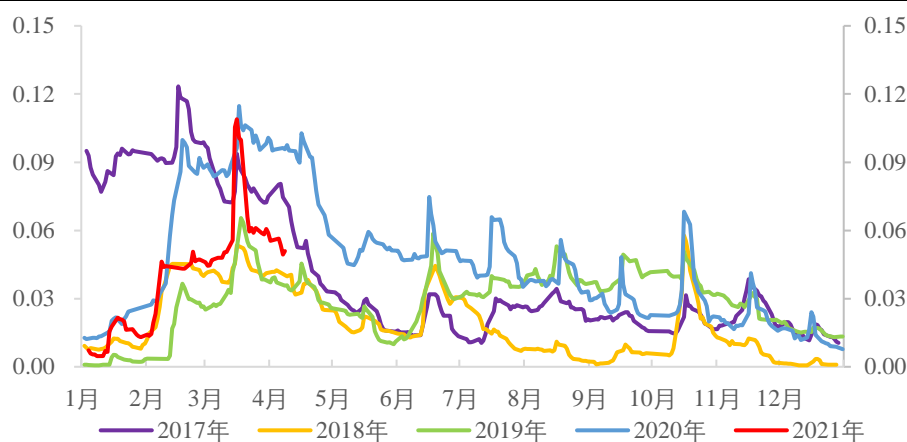
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图24: 锌锭社会库存/ (连一+连二+连三) 持仓量



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

图25: 上期所锌注册仓单/(连一+连二+连三) 持仓量



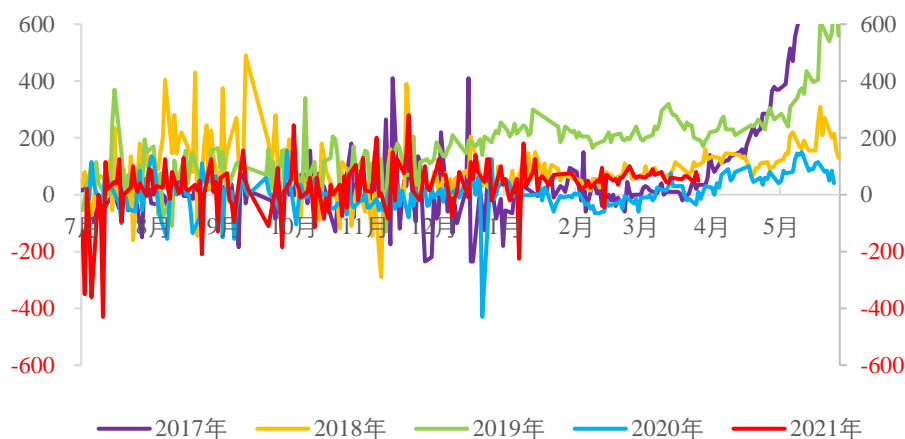
数据来源：Wind，SMM，兴证期货研发部

4.2 建议沪锌 06-07 正套

截至4月14日收盘，沪锌06-07的价差为50元/吨，根据上文中对锌锭基本面的分析，沪锌06-07价差存在继续扩大的动力。主要原因是：当前锌矿供给偏紧，低冶炼利润抑制锌锭产量，同时进口流入预期不强，锌锭供应压力预期不大；下游需求春节后整体向好，旺季需求有望持续提升，带动锌锭库存去化。

根据测算，沪锌06-07价差处于历史相对低位，建议在当前入场。

图26: ZN06-07 合约价差 (单位: 元/吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 风险提示

锌锭去库不及预期，中小型矿山超预期复产，冶炼厂超预期扩大产量，消费力度不及预期。

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。