

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：F3004203

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

7月锌价震荡偏强。锌价迎来一波反弹，月中曾触及23,470元/吨，创自2018年7月以来的新高。最后一周锌价震荡幅度较大，一度回调至月初的价格水平。截至5月31日，国内主力合约ZN2107收于22,900元/吨，月涨幅为5.07%。

● 后市展望及策略建议

1. **锌精矿供给走向宽松。**二季度主要海外矿企的锌矿产量环比2021年一季度上升4.3%，国内中小型矿山开工率小幅提升，叠加Red Dog锌矿三季度的销量预期环比大增15.1万吨，三季度锌矿的供给走向宽松。这是我们认为供应端利空锌价的主要逻辑之一。

2. **锌精矿加工费TC小幅回升，冶炼厂开工动力较强。**国产锌矿加工费为4,150元/吨，进口锌矿加工费为90美元/干吨，冶炼利润水平改善，冶炼厂开工动力较强。目前的锌矿加工费水平距离国际冶炼长单的价格水平仍有差距，预计锌矿加工费将继续回升，精炼锌供应压力加大。

3. **国内下游消费小幅转弱。**2020年7月，锌的各下游消费领域，除氧化锌的PMI高于临界值外，其余各消费领域的PMI均低于临界值。下游各消费领域中，氧化锌企业的开工率处于历史相对高位，镀锌结构件、压铸锌合金和黄铜企业的开工率则明显下降。锌板卷企业的产能利用率共计下降了3.32个百分点，镀锌板卷的厂内库存和社会库存均为相对高位，下游开工率整体上季节性转弱。

4. **精炼锌库存底部震荡。**今年精炼锌的旺季去库时间段相对较长，春节后国内精炼锌社会库存加速去化，去库幅度较大。截至目

前，精炼锌社会库存处于底部震荡阶段，与历史同期的相对低位。

综上我们认为，主产区夏季限电限产导致精炼锌短期内供给偏紧，支撑锌价回弹以及精炼锌库存底部震荡。随着三季度锌精矿供给持续走向宽松，用电高峰期过后，供需格局将明显转弱，我们认为锌价中长期大概率下行。仅供参考。

- **风险提示：**

夏季限电限产政策超预期；美元货币政策加码宽松。

报告目录

1.行情回顾.....	5
2.基本面.....	5
3.1 锌精矿供给走向宽松.....	6
3.2 锌价加工费 TC 小幅回升.....	9
3.3 国内下游消费小幅转弱.....	10
3.4 精炼锌库存底部震荡.....	13
3.结论.....	15
4.风险提示.....	16

图目录

图 1: LME 各品种 2020 年以来涨跌幅.....	5
图 2: 沪锌期限结构 (单位: 元/吨)	5
图 3: 我国锌矿产能分布 (单位: 万吨)	7
图 4: 我国锌矿山规模占比.....	7
图 5: 国内锌矿平均利润 (单位: 元/吨)	8
图 6: 我国锌矿企业开工率 (按规模) (单位: 元/吨)	8
图 7: Red Dog 锌精矿季度产量 (单位: 万吨)	9
图 8: Red Dog 锌精矿季度销量 (单位: 万吨)	9
图 9: 锌精矿加工费 TC 小幅回升	9
图 10: 2021 年以来冶炼厂生产利润在盈亏平衡点附近 (单位: 元/吨)	10
图 11: 国内精炼锌累计产量 (单位: 万吨)	10
图 12: 中国制造业 PMI	11
图 13: 锌下游各消费领域 PMI.....	11
图 14: 国内锌初级消费结构.....	12
图 15: 国内锌终端消费结构.....	12
图 16: 镀锌结构件企业开工率 (单位: %)	12
图 17: 压铸锌合金企业开工率 (单位: %)	12
图 18: 氧化锌企业开工率 (单位: %)	13
图 19: 黄铜企业开工率 (单位: %)	13
图 20: 国内精炼锌季节性社会库存 (单位: 万吨)	14
图 21: 两大交易所叠加保税区库存 (单位: 万吨)	14
图 22: 上期所锌库存季节性 (单位: 万吨)	15
图 23: 上期所锌注册仓单 (单位: 万吨)	15
图 24: LME 锌库存季节性 (单位: 万吨)	15
图 25: 保税区库存季节性 (单位: 万吨)	15

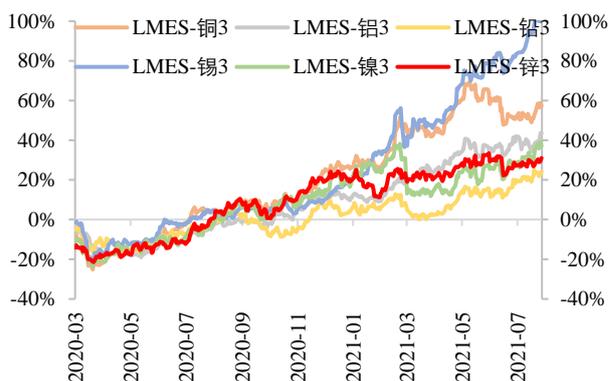
表目录

表 1: 主要锌矿企业 2021 年二季度产量 (单位: 万吨) 6

1. 行情回顾

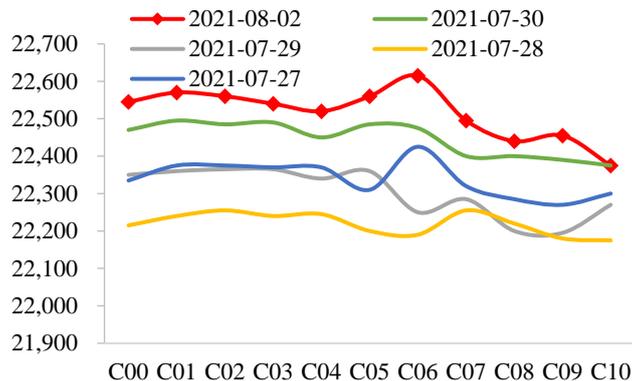
7月锌盘面震荡偏强。锌价淡季逆势震荡上行，截至7月30日，国内主力合约ZN2108收于22,495元/吨，月涨幅为2.4%。7月锌价最高为22,695元/吨，最低为21,770元/吨，震荡幅度为925元/吨。

图1: LME 各品种 2020 年以来涨跌幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图2: 沪锌期限结构 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 基本面

锌精矿供给走向宽松。二季度主要海外矿企的锌矿产量环比 2021 年一季度上升 4.3%，国内中小型矿山开工率小幅提升，叠加 Red Dog 锌矿三季度的销量预期环比大增 15.1 万吨，三季度锌矿的供给走向宽松。这是我们认为供应端利空锌价的主要逻辑之一。

锌精矿加工费 TC 小幅回升，冶炼厂开工动力较强。国产锌矿加工费为 4,150 元/吨，进口锌矿加工费为 90 美元/干吨，冶炼利润水平改善，冶炼厂开工动力较强。目前的锌矿加工费水平距离国际冶炼长单的价格水平仍有差距，预计锌矿加工费将继续回升，精炼锌供应压力加大。

国内下游消费小幅转弱。2020 年 7 月，锌的各下游消费领域，除氧化锌的 PMI 高于临界值外，其余各消费领域的 PMI 均低于临界值。下游各消费领域中，氧化锌企业的开工率处于历史相对高位，镀锌结构件、压铸锌合金和黄铜企业的开工率则明显下降。锌板卷企业的产能利用率共计下降了 3.32 个百分点，镀锌板卷的厂内库存和社会库存均为相对高位，下游开工率整体上季节性转弱。

精炼锌库存底部震荡。今年精炼锌的旺季去库时间段相对较长，春节后国内精炼锌社会库存加速去化，去库幅度较大。截至目前，精炼锌社会库存处于底部震荡阶段，与历史同期的相对低位。

综上所述我们认为，主产区夏季限电限产导致精炼锌短期内供给偏紧，支撑锌价回弹以及精炼锌库存底部震荡。随着三季度锌精矿供给持续走向宽松，用电高峰期过后，供需格局将明显转弱，我们认为锌价中长期大概率下行。仅供参考。

3.1 锌精矿供给走向宽松

今年二季度主要锌矿产量环比增加，国内中小型矿山开工率小幅提升，叠加 Red Dog 锌矿的销量预期大幅增长，三季度锌矿的供给将逐渐宽松。

3.1.1 主要矿企二季度锌矿产量环比增加 4.3%

二季度锌矿产量环比增幅明显。统计的 15 家主要锌矿企业占 2020 年海外锌矿产量的 65% 左右。这 15 家锌矿企业 2021 年二季度合计生产锌矿 138.91 万吨，环比上涨 4.3%，由于基期效应同比 2020 年二季度增幅达 33.7%。增产的主要原因有二，首先是 Red Dog 和 Antamina 等大型矿山矿石品上升，其次是 Vedanta 等公司的新建产能投产。因此，锌矿供给呈现偏宽松的状态。

表1：主要锌矿企业 2021 年二季度产量（单位：万吨）

矿企	2021Q2	2021Q1	环比	2020Q2	同比
Glencore	29.92	28.26	+5.9%	25.45	+17.6%
Vedanta	24.90	24.30	+2.5%	18.60	+33.9%
Teck Resources	16.80	14.60	+15.1%	9.40	+78.7%
Boliden	7.27	6.76	+7.6%	7.38	-1.5%
Volcan	5.31	5.12	+3.7%	1.87	+184.0%
Nexa Resources	8.16	7.48	+9.0%	6.24	+30.8%
Penoles	6.91	6.96	-0.7%	7.22	-4.3%
紫金矿业	10.01	9.63	+4.0%	7.30	+37.1%
Sumitomo	5.00	4.50	+11.1%	2.10	+138.1%
MMG	5.81	6.84	-15.0%	6.01	-3.3%

Newmont	4.76	5.03	-5.4%	1.95	+144.2%
New Century	3.17	3.04	+4.3%	3.44	-7.6%
Lundin	3.48	3.34	+4.4%	3.16	+10.3%
South32	1.95	1.78	+9.6%	1.69	+15.4%
Antamina(43.75%)	5.45	5.11	+6.7%	2.11	+158.0%
总计	138.91	132.75	+4.3%	103.92	+33.7%

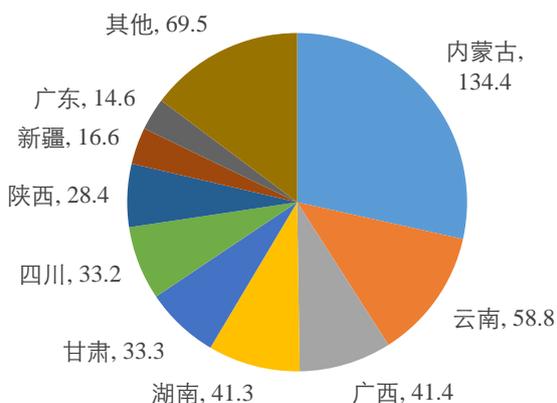
备注：Antamina 剔除 Glencore (33.75%)、Teck (22.5%) 权益占比后记作 Antamina (43.75%)。

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

3.1.2 国内中小型矿山开工率小幅提升

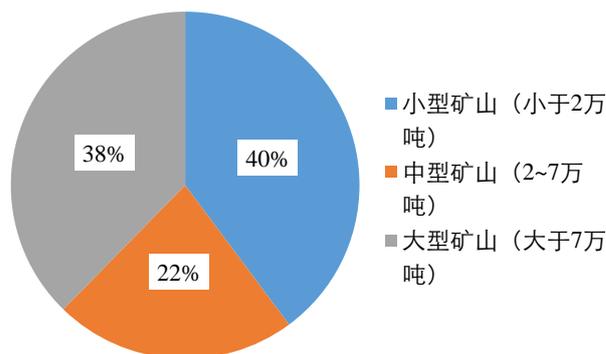
我国铅锌矿资源总体丰富，大型矿山较少。我国的铅锌矿资源比较丰富，截至 2019 年我国保有锌储量约 4,400 万吨，居世界第二位，保有铅储量约 1,800 万吨，居世界第 4 位。铅锌矿山分布广泛遍布，全国除上海、天津、香港外，均有铅锌矿产出。锌矿产量较多的省份依次是：内蒙古、云南、广西和湖南等。从矿山的规模来看，我国锌矿资源的总体特征是：富矿少，低品位矿多；大型矿少，中小型矿多。

图3：我国锌矿产能分布（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

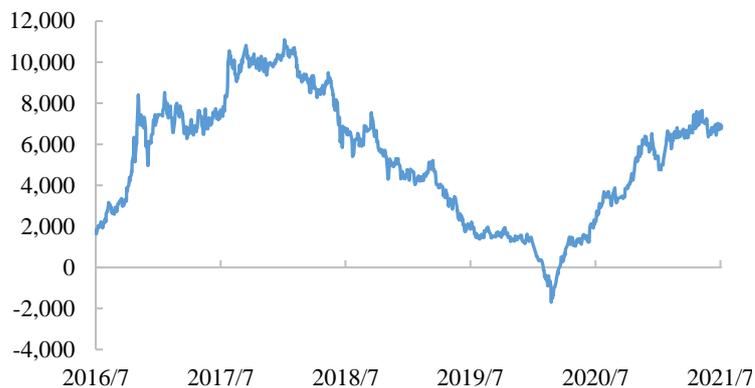
图4：我国锌矿山规模占比



数据来源：SMM，兴证期货研发部

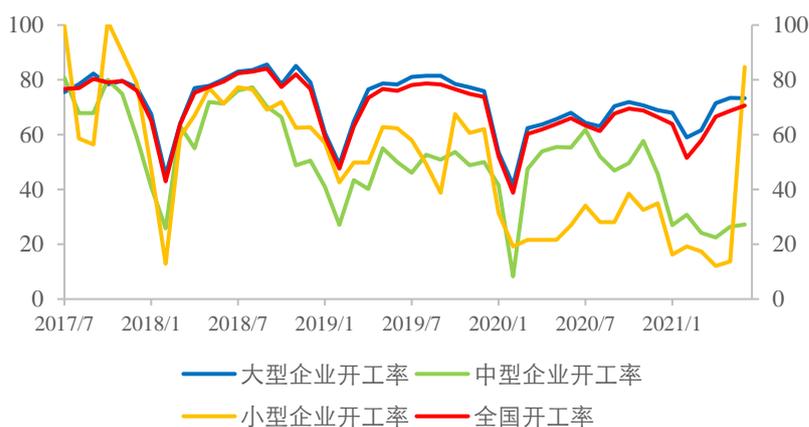
6 月以来国内铅锌矿山开工率小幅提升。我国大型锌矿企业的开工率整体上平稳，而中小型锌矿企业在 6 月以来开工率显著提升。主要是由于一些季节性生产的小型矿山开工促进了国内铅锌矿山的整体开工率。

图5: 国内锌矿平均利润 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图6: 我国锌矿企业开工率 (按规模) (单位: 元/吨)

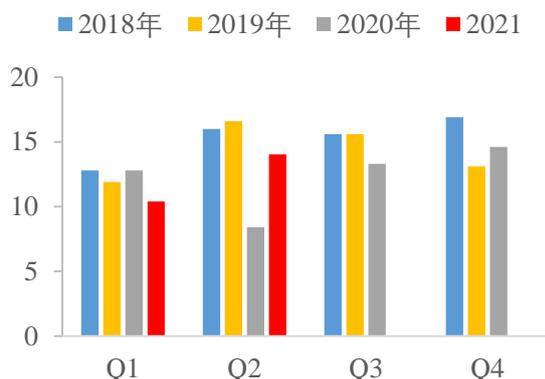


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.1.3 Red Dog 矿山三季度销量大幅提升

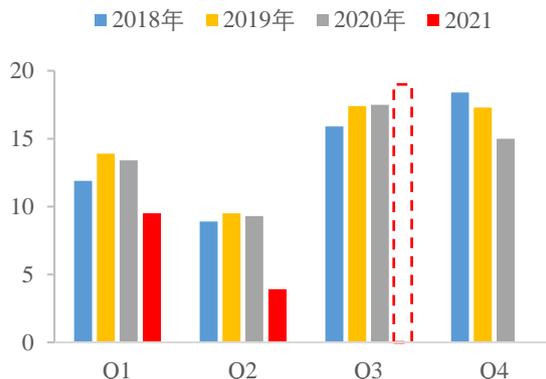
正如在之前的专题报告《2021 年锌矿供给展望：从紧缺走向宽松》中所展示的，Red Dog 的锌精矿销售量具有明显的周期性。Red Dog 锌矿位于北极圈内，每年 7 月底向外运输整年生产的铅锌矿。由于锌精矿库存骤增，Teck 公司倾向于大量出售，预计 Red Dog 第三季度的锌矿销量将达到 19 万吨，环比增加 15.1 万吨，Red Dog 矿山的季节性产销模式也将导致锌矿供给的宽松。

图7: Red Dog 锌精矿季度产量 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图8: Red Dog 锌精矿季度销量 (单位: 万吨)

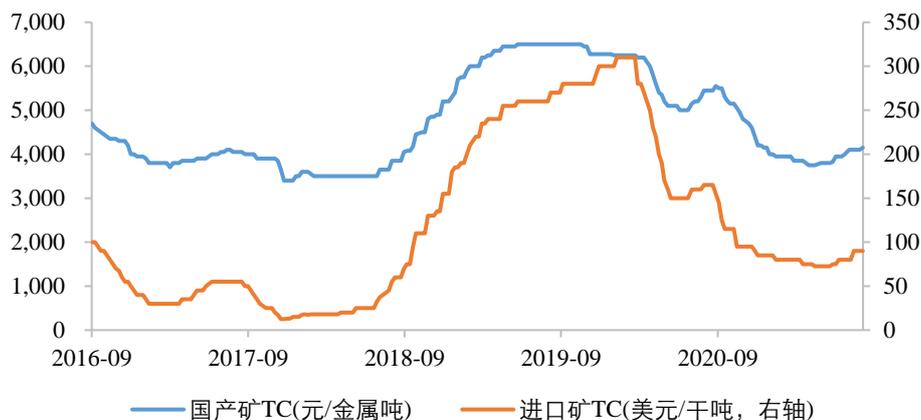


数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

3.2 锌价加工费 TC 小幅回升

国产锌矿加工费目前为 4,150 元/吨, 进口锌矿加工费目前为 90 美元/干吨, 锌价加工费 TC 整体上小幅回升, 表面锌矿供给逐渐宽松。另一方面, 加工费和锌价的提升增强了冶炼厂的盈利水平, 冶炼厂具备提高开工率的动力, 精炼锌供应压力加大。

图9: 锌精矿加工费 TC 小幅回升



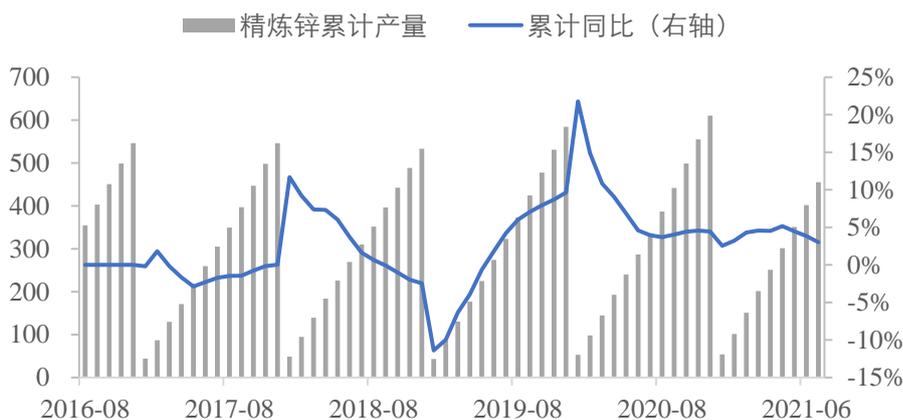
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图10：2021 年以来冶炼厂生产利润在盈亏平衡点附近（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图11：国内精炼锌累计产量（单位：万吨）

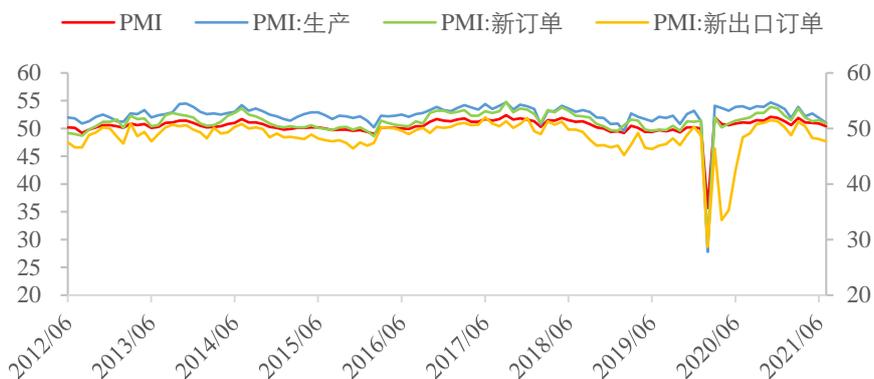


数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.3 国内下游消费小幅转弱

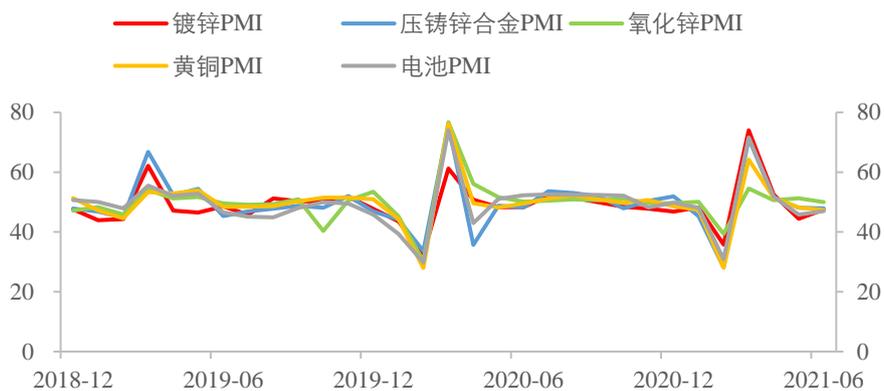
2020 年 7 月，我国的制造业 PMI 仍在临界值之上，但有转弱的痕迹。其中最明显的是新出口订单的 PMI 为 47.7 低于临界值，出口需求转弱带动 PMI 整体小幅转弱。具体看锌的各下游消费领域，除氧化锌的 7 月 PMI 高于临界值外，其余各消费领域的 PMI 均低于临界值，国内锌的下游需求小幅转弱。

图12：中国制造业 PMI



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图13：锌下游各消费领域 PMI



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图14: 国内锌初级消费结构

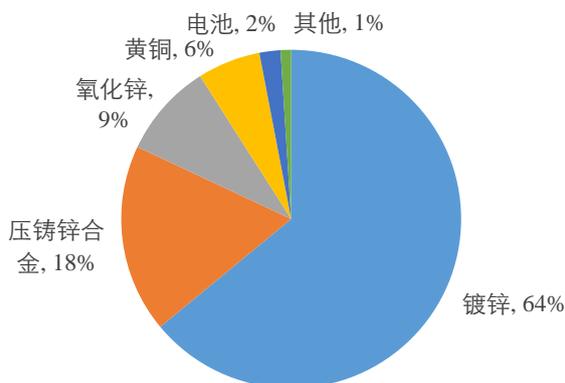
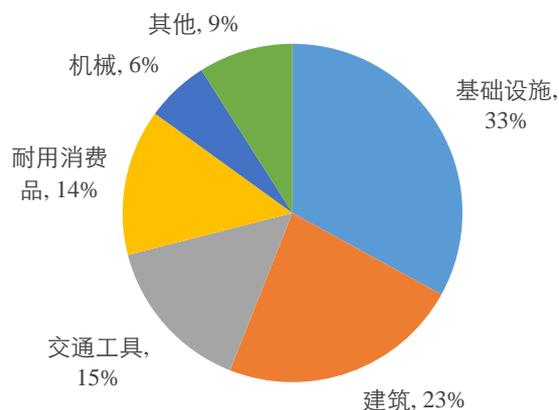


图15: 国内锌终端消费结构



数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

3.2.1 下游开工率季节性转弱

下游各消费领域中, 氧化锌企业的开工率处于历史相对高位, 镀锌结构件、压铸锌合金和黄铜企业的开工率则明显下降, 下游开工率整体上季节性转弱。

图16: 镀锌结构件企业开工率 (单位: %)

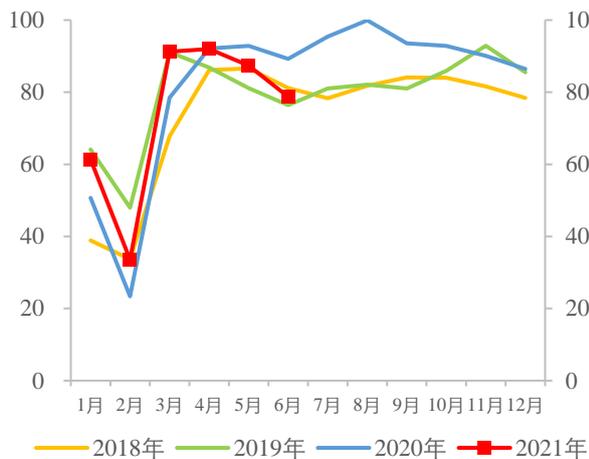
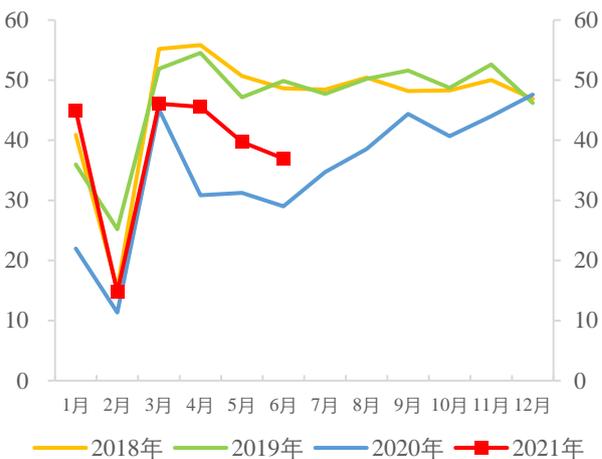


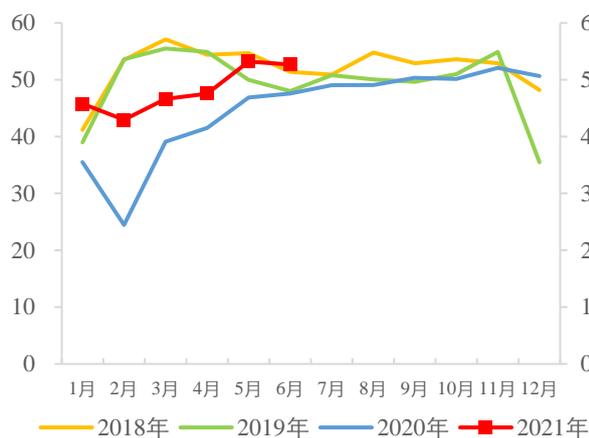
图17: 压铸锌合金企业开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

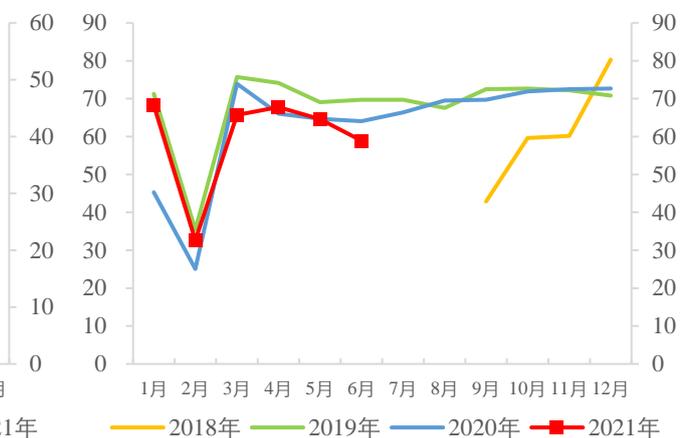
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图18: 氧化锌企业开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图19: 黄铜企业开工率 (单位: %)

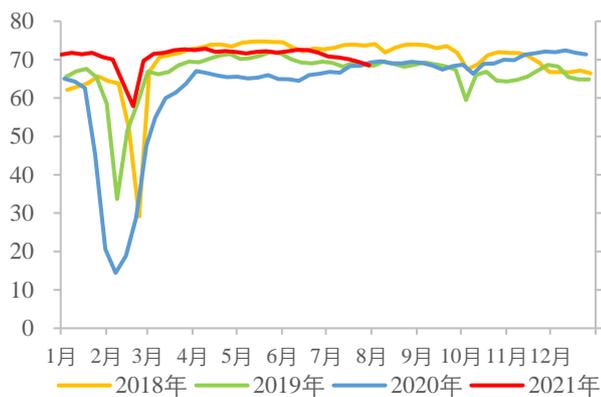


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2.2 镀锌板卷库存高位

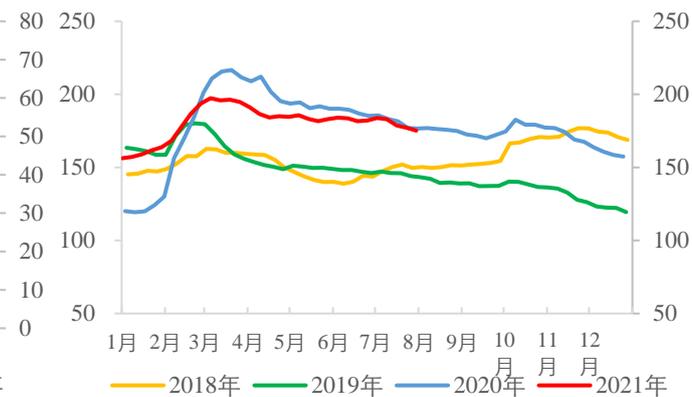
进入7月以来, 镀锌板卷企业的产能利用率共计下降了3.32个百分点, 镀锌板卷的厂内库存和社会库存均为相对高位, 镀锌板卷领域的消费预期转弱。

图16: 镀锌板卷企业产能利用率 (单位: %)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图17: 镀锌板卷库存 (单位: 万吨)

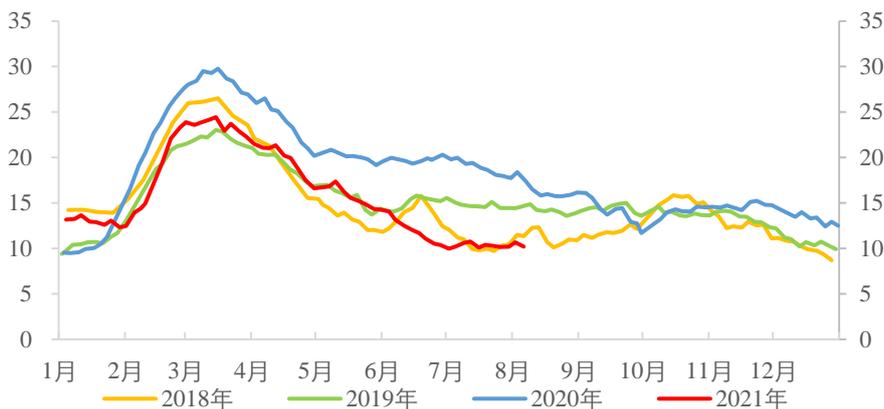


数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

3.4 精炼锌库存底部震荡

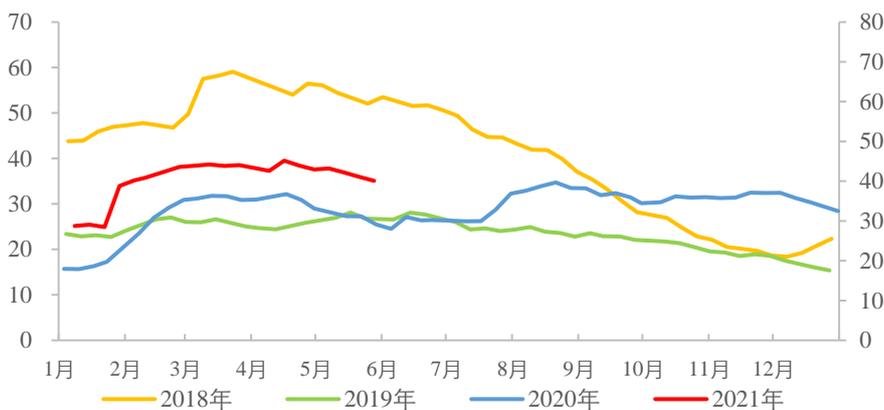
今年精炼锌的旺季去库时间段相对较长，春节后国内精炼锌社会库存加速去化，去库幅度较大。截至目前，精炼锌社会库存处于底部震荡阶段，与历史同期的相对低位。

图20：国内精炼锌季节性社会库存（单位：万吨）



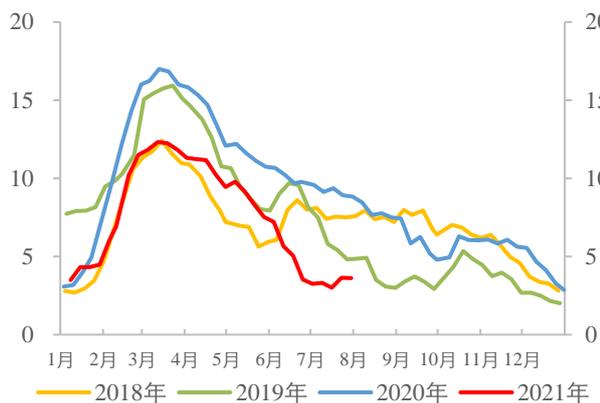
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图21：两大交易所叠加保税区库存（单位：万吨）



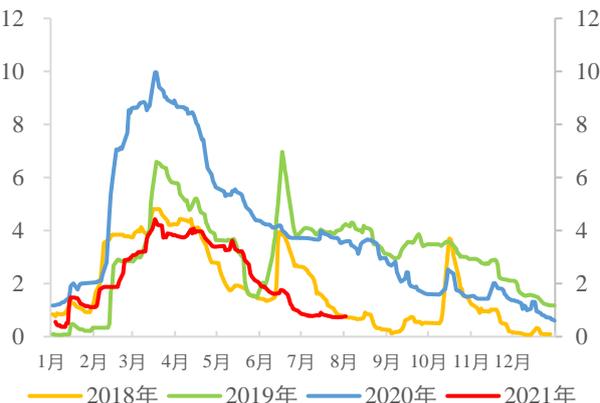
数据来源：Wind，SMM，兴证期货研发部

图22: 上期所锌库存季节性 (单位: 万吨)



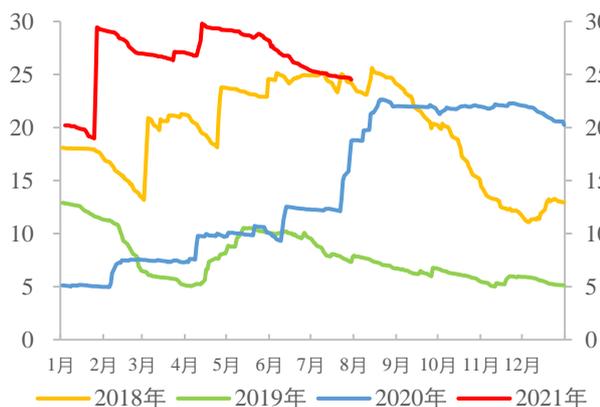
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图23: 上期所锌注册仓单 (单位: 万吨)



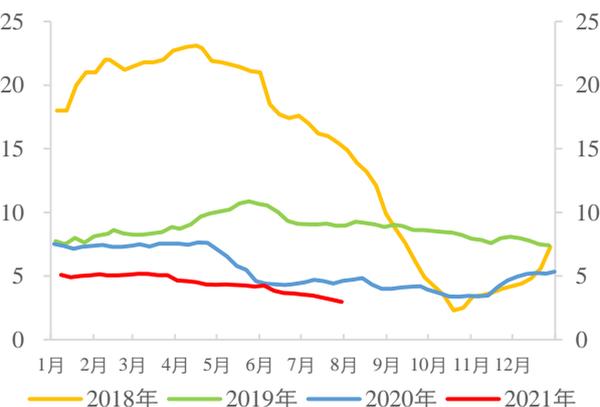
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图24: LME 锌库存季节性 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25: 保税区库存季节性 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3. 结论

锌精矿供给走向宽松。二季度主要海外矿企的锌矿产量环比2021年一季度上升4.3%，国内中小型矿山开工率小幅提升，叠加Red Dog锌矿三季度的销量预期环比大增15.1万吨，三季度锌矿的供给走向宽松。这是我们认为供应端利空锌价的主要逻辑之一。

锌精矿加工费TC小幅回升，冶炼厂开工动力较强。国产锌矿加工费为4,150元/吨，进口锌矿加工费为90美元/干吨，冶炼利润水平改善，冶炼厂开工动力较强。目前的锌矿加工费水平距离国际冶炼长单的价格水平仍有差距，预计锌矿加工费将继续回升，精炼锌供应压力加大。

国内下游消费小幅转弱。2020年7月，锌的各下游消费领域，除氧化锌的PMI高于临界值

外，其余各消费领域的 PMI 均低于临界值。下游各消费领域中，氧化锌企业的开工率处于历史相对高位，镀锌结构件、压铸锌合金和黄铜企业的开工率则明显下降。锌板卷企业的产能利用率共计下降了 3.32 个百分点，镀锌板卷的厂内库存和社会库存均为相对高位，下游开工率整体上季节性转弱。

精炼锌库存底部震荡。今年精炼锌的旺季去库时间段相对较长，春节后国内精炼锌社会库存加速去化，去库幅度较大。截至目前，精炼锌社会库存处于底部震荡阶段，与历史同期的相对低位。

综上我们认为，主产区夏季限电限产导致精炼锌短期内供给偏紧，支撑锌价回弹以及精炼锌库存底部震荡。随着三季度锌精矿供给持续走向宽松，用电高峰期过后，供需格局将明显转弱，我们认为锌价中长期大概率下行。仅供参考。

4. 风险提示

夏季限电限产政策超预期；美元货币政策加码宽松。

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。