

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

孟宪博

021-20370941

[mengxb@xzfutures.com](mailto:mengxb@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 我们的观点

冶炼厂的限电限产政策构成当前锌价的主要支撑。全球主要锌矿企业二季度报显示，三季度全球锌矿供给有望逐步宽松。待夏季用电高峰期过后，精炼锌的供给压力或将逐步增大，远月合约承压下行，价差有望走阔。

### ● 后市展望及策略建议

1. 冶炼厂限产构成当前锌价的主要支撑。进入夏季用电高峰期以来，各精炼锌主产区电力供应明显不足，冶炼厂开工率受压制，构成当前锌价的主要支撑。

2. 三季度全球锌矿供给有望逐步宽松。全球主要锌矿企业二季度环比增产4.3%，国内锌矿的开工率小幅提升，以及Red Dog三季度的锌矿销量预计环比增加15万吨，全球锌矿供给有望逐步宽松。

3. 锌远月合约承压下行，价差有望走阔。锌矿加工费仍有回升空间，冶炼厂盈利改善，开工意愿较强。待夏季用电高峰期过后，限产政策消除，精炼锌供应压力增大，远月合约承压下行，价差有望走阔。

### ● 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.....	4
2.冶炼厂限产支撑当前锌价.....	4
2.1 限电限产压制冶炼厂开工率.....	4
2.2 精炼锌库存底部震荡.....	5
3.锌精矿供给走向宽松.....	6
3.1 主要矿企二季度锌矿产量环比增加 4.3%.....	7
3.2 国内中小型矿山开工率小幅提升.....	7
3.3 Red Dog 矿山三季度销量大幅提升.....	9
4.精炼锌供给压力或将逐步增大.....	9
4.1 锌价加工费 TC 仍有上升空间.....	9
4.2 下游需求季节性转弱.....	10
5.策略建议：关注沪锌近远月价差走阔.....	13
6.风险提示.....	14

## 图目录

图 1：沪锌主力合约二季度以来偏震荡（单位：元/吨）.....	4
图 2：国内精炼锌月度产量及累计同比（单位：万吨）.....	5
图 3：国内精炼锌季节性社会库存（单位：万吨）.....	5
图 4：上期所季节性锌库存（单位：万吨）.....	6
图 5：上期所锌注册仓单（单位：万吨）.....	6
图 6：LME 锌季节性库存（单位：万吨）.....	6
图 7：保税区季节性库存（单位：万吨）.....	6
图 8：我国锌矿产能分布（单位：万吨）.....	8
图 9：我国锌矿山规模占比.....	8
图 10：我国锌矿企业开工率（按规模）（单位：元/吨）.....	8
图 11：Red Dog 锌精矿季度产量（单位：万吨）.....	9
图 12：Red Dog 锌精矿季度销量（单位：万吨）.....	9
图 13：锌精矿加工费 TC 小幅回升.....	10
图 14：2021 年以来冶炼厂生产利润在盈亏平衡点附近（单位：元/吨）.....	10
图 15：中国制造业 PMI.....	11
图 16：锌下游各消费领域 PMI.....	11
图 17：镀锌结构件企业开工率（单位：%）.....	12
图 18：压铸锌合金企业开工率（单位：%）.....	12
图 19：氧化锌企业开工率（单位：%）.....	12
图 20：黄铜企业开工率（单位：%）.....	12
图 21：ZN09-11 合约价差（单位：元/吨）.....	13

表目录

表 1: 主要锌矿企业 2021 年二季度产量 (单位: 万吨) ..... 7

## 1. 行情回顾

沪锌二季度以来偏震荡。截至 8 月 10 日收盘，沪锌主力合约收于 22,430 元/吨，较一季度末收盘上涨 4.0%，盘面振幅达 10.7%。

图1：沪锌主力合约二季度以来偏震荡（单位：元/吨）



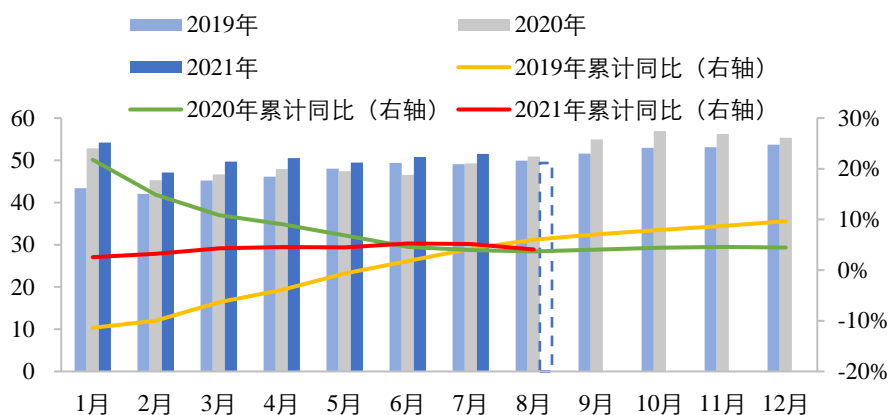
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 冶炼厂限产支撑当前锌价

### 2.1 限电限产压制冶炼厂开工率

进入夏季用电高峰期以来，各精炼锌主产区电力供应明显不足，冶炼厂开工率受压制。预计广西、湖南两地预计两地 8 月锌锭分别环比减产 1.2 万吨、0.46 万吨，全国 8 月的锌锭预计环比减产 2.16 万吨。冶炼厂限电限产构成当前锌价的主要支撑。

图2：国内精炼锌月度产量及累计同比（单位：万吨）

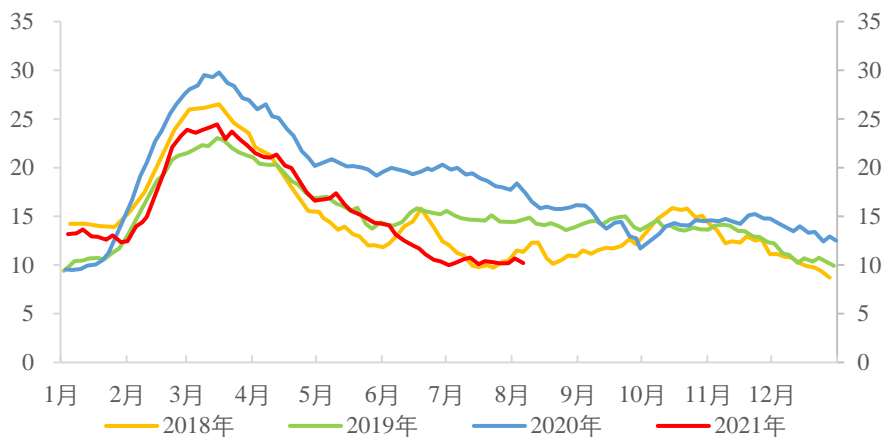


数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.2 精炼锌库存底部震荡

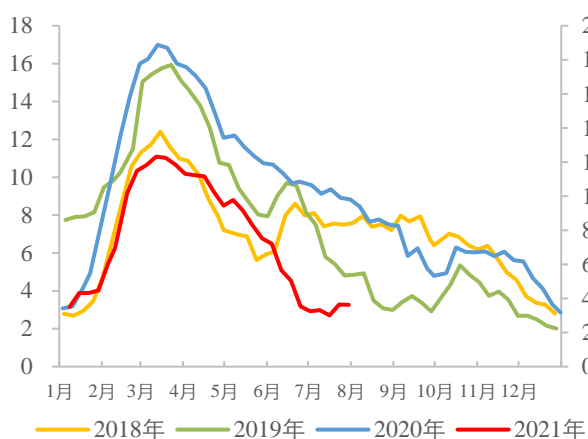
春节后国内精炼锌社会库存加速去化，去库幅度较大。由于冶炼厂夏季开工受限减产，今年在精炼锌消费旺季后还没有出现明显的累库，截至目前，精炼锌社会库存处于底部震荡阶段，低于历史同期水平。

图3：国内精炼锌季节性社会库存（单位：万吨）



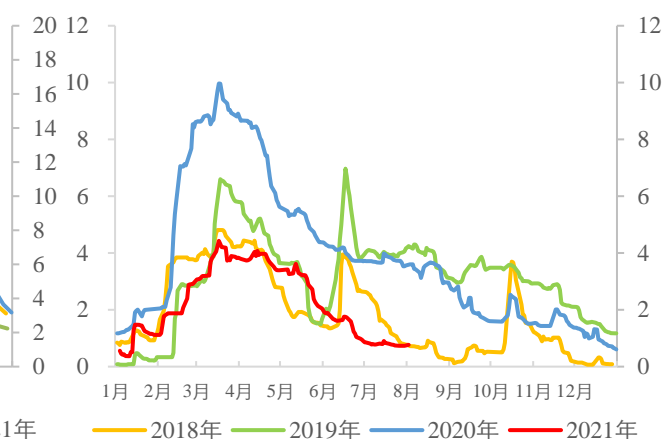
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图4: 上期所季节性锌库存 (单位: 万吨)



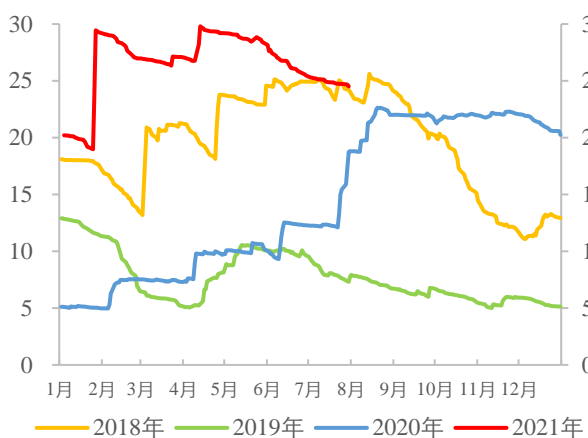
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图5: 上期所锌注册仓单 (单位: 万吨)



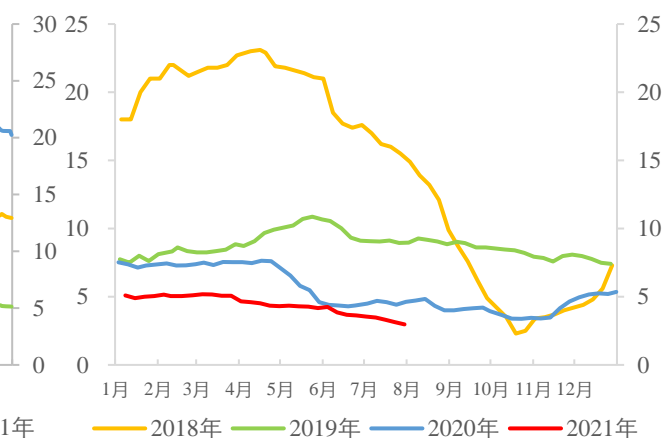
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图6: LME 锌季节性库存 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图7: 保税区季节性库存 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3. 锌精矿供给走向宽松

主要矿企二季度的锌矿产量环比增加, 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, 三季度锌矿的供给有望逐渐宽松。

### 3.1 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%
<b>总计</b>	<b>138.91</b>	<b>132.75</b>	<b>+4.3%</b>	<b>103.92</b>	<b>+33.7%</b>

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

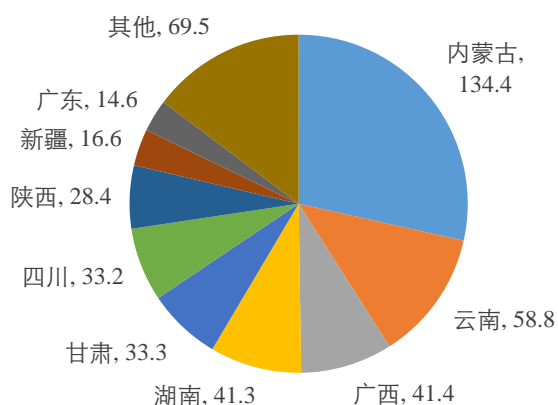
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

### 3.2 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

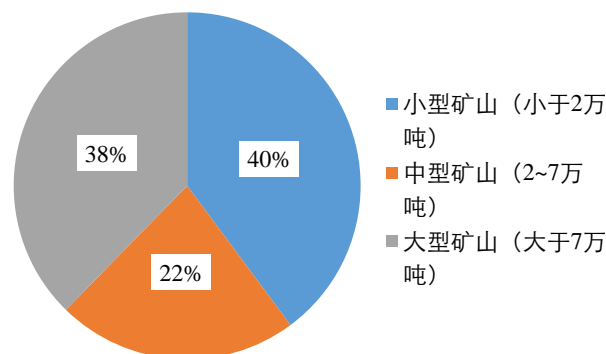
分布广泛遍布，全国除上海、天津、香港外，均有铅锌矿产出。锌矿产量较多的省份依次是：内蒙古、云南、广西和湖南等。从矿山的规模来看，我国锌矿资源的总体特征是：富矿少，低品位矿多；大型矿少，中小型矿多。

图8：我国锌矿产能分布（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

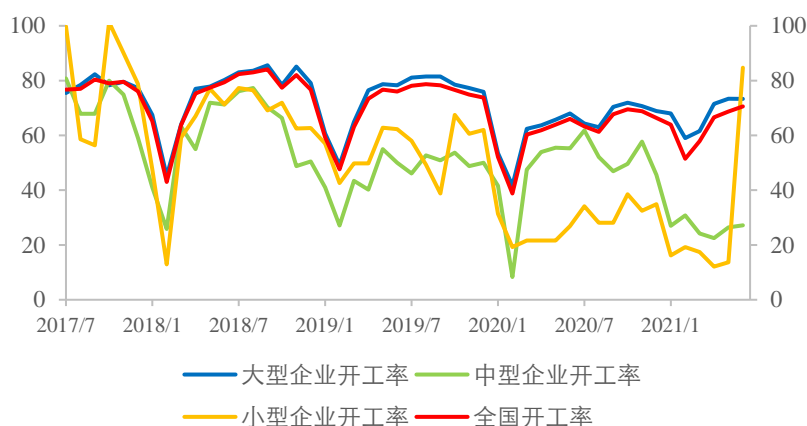
图9：我国锌矿山规模占比



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10：我国锌矿企业开工率（按规模）（单位：元/吨）



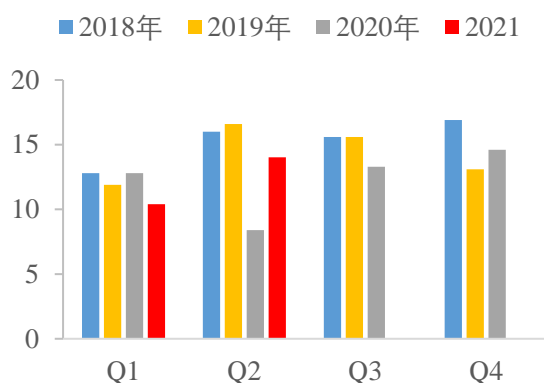
数据来源：Wind，兴证期货研发部



### 3.3 Red Dog 矿山三季度销量大幅提升

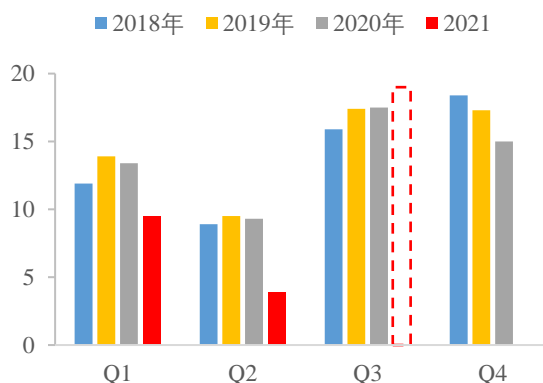
正如在之前的专题报告《2021 年锌矿供给展望：从紧缺走向宽松》中所展示的，Red Dog 的锌精矿销售量具有明显的周期性。Red Dog 锌矿位于北极圈内，每年 7 月底向外运输整年生产的铅锌矿。由于锌精矿库存骤增，Teck 公司倾向于大量出售，预计 Red Dog 第三季度的锌矿销量将达到 19 万吨，环比增加 15.1 万吨，Red Dog 矿山的季节性产销模式也将导致锌矿供给的宽松。

图11: 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12: Red Dog 锌精矿季度销量 (单位: 万吨)



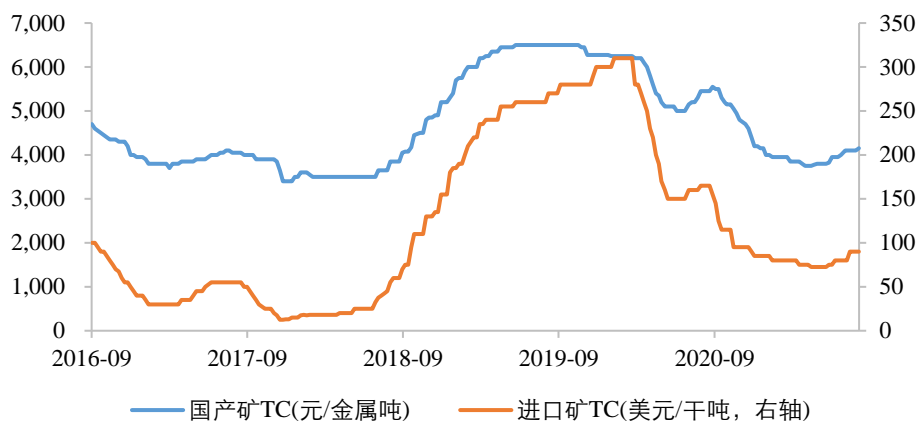
数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

## 4. 精炼锌供给压力或将逐步增大

### 4.1 锌价加工费 TC 仍有上升空间

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，表明锌矿供给正逐渐宽松。Red Dog 与 Korea Zinc 今年议定的冶炼长单加工费为 159 美元/干吨，随着锌矿供给的进一步宽松，锌价加工费仍有上升空间。

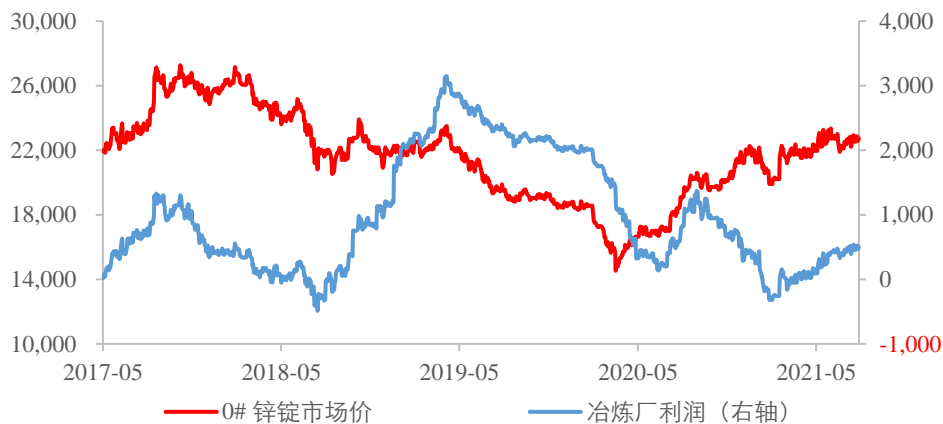
图13: 锌精矿加工费 TC 小幅回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

加工费的提升改善了冶炼厂的盈利水平，冶炼厂提高开工率的动力较强。待夏季用电高峰期过后，各地冶炼厂的限产政策消除，精炼锌的供应压力将增大。

图14: 2021年以来冶炼厂生产利润在盈亏平衡点附近(单位: 元/吨)



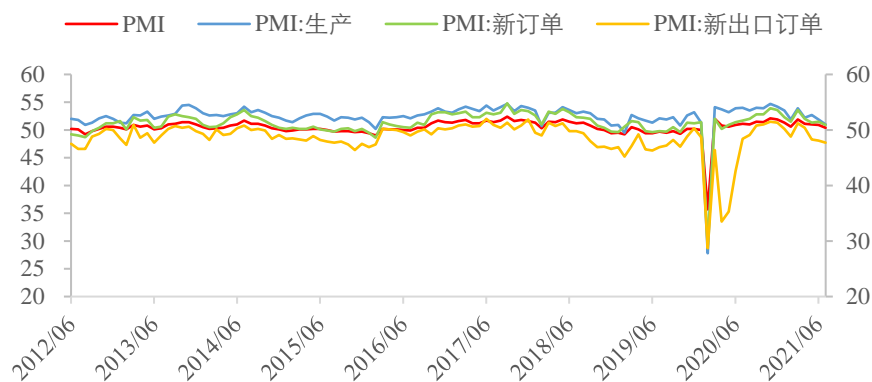
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 4.2 下游需求季节性转弱

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

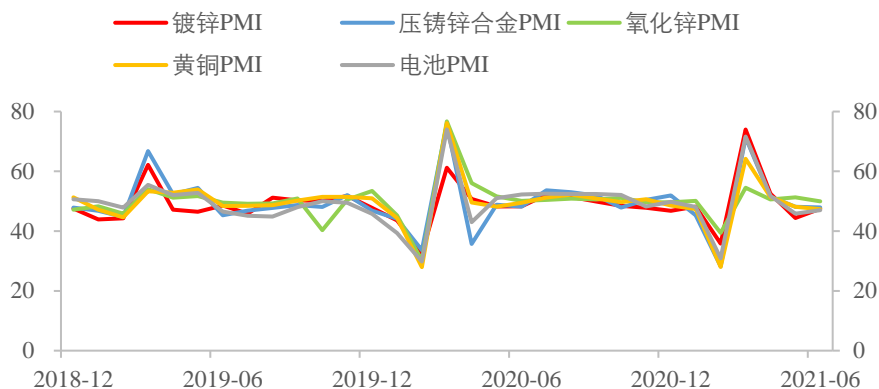
消费领域，除氧化锌的 7 月 PMI 高于临界值外，其余各消费领域的 PMI 均低于临界值，国内锌的下游需求小幅转弱。

图15：中国制造业 PMI



数据来源：Wind，兴证期货研发部

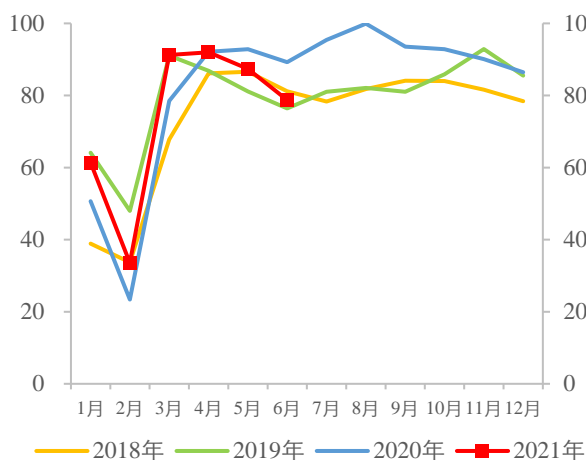
图16：锌下游各消费领域 PMI



数据来源：Wind，兴证期货研发部

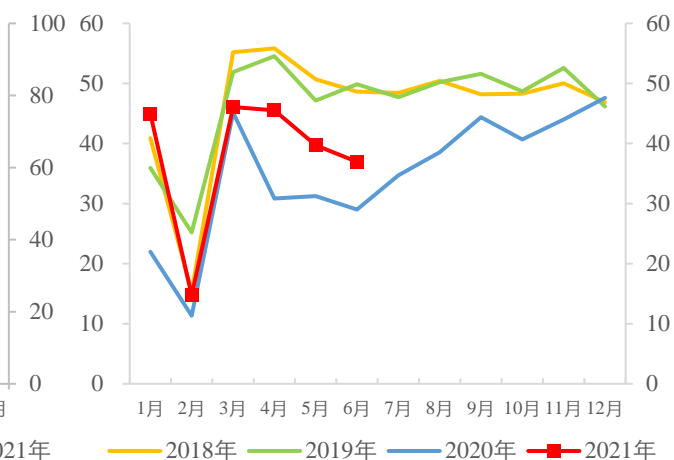
下游各消费领域中，氧化锌企业的开工率处于历史相对高位，镀锌结构件、压铸锌合金和黄铜企业的开工率则明显下降，下游开工率整体上季节性转弱。进入 7 月以来，锌板卷企业的产能利用率共计下降了 3.32 个百分点，镀锌板卷的厂内库存和社会库存均为相对高位，镀锌板卷领域的消费预期转弱。

图17: 镀锌结构件企业开工率 (单位: %)



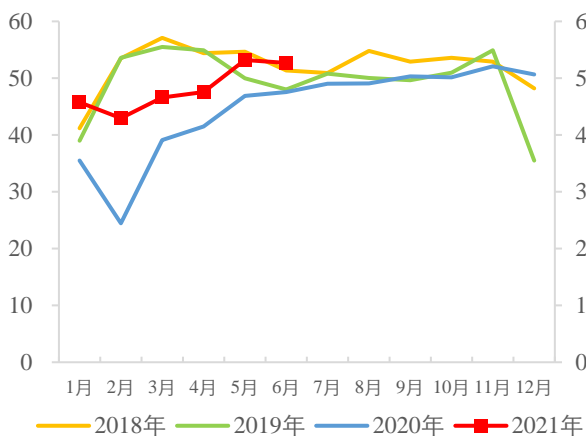
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图18: 压铸锌合金企业开工率 (单位: %)



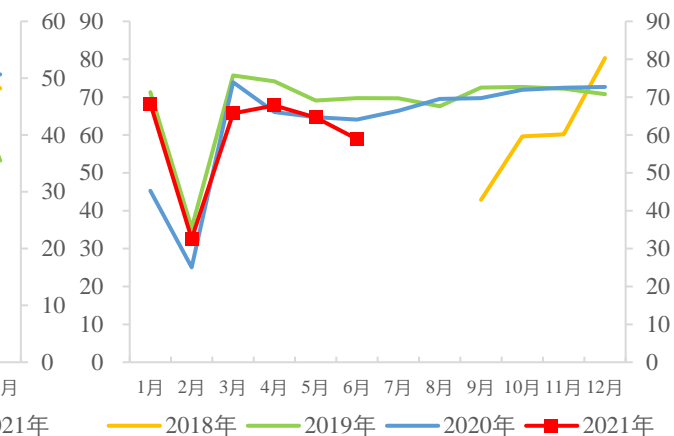
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图19: 氧化锌企业开工率 (单位: %)



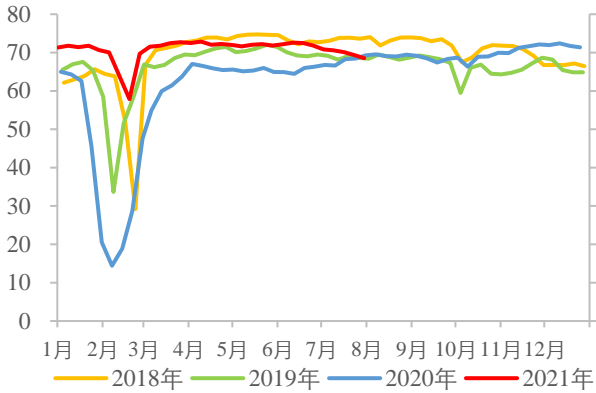
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图20: 黄铜企业开工率 (单位: %)



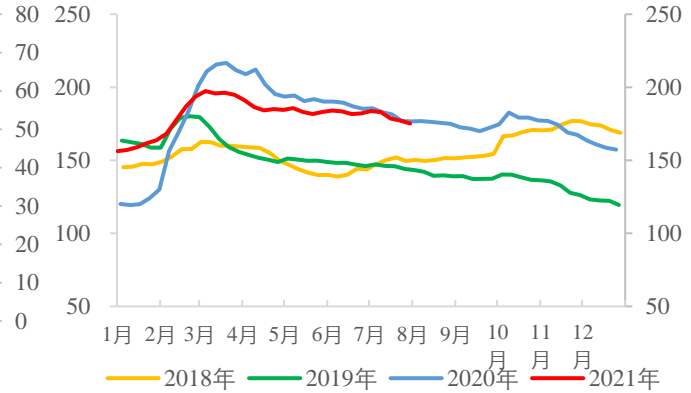
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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)

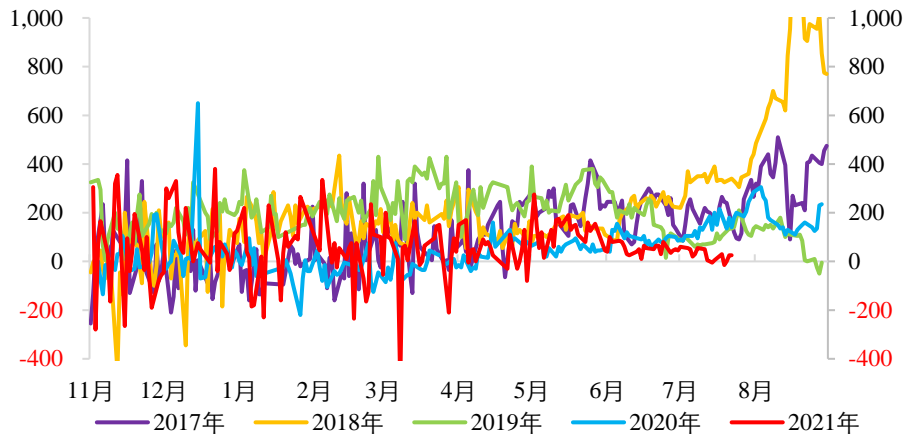


数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

## 5. 策略建议: 关注沪锌近远月价差走阔

截至8月10日收盘, 沪锌09-11的价差为30元/吨, 根据上文中对精炼锌基本面的分析, 沪锌09-11价差存在继续扩大的动力。主要原因是: 冶炼厂的限电限产政策构成当前锌价的主要支撑; 全球主要锌矿企业二季报显示, 三季度全球锌矿供给有望逐步宽松; 待夏季用电高峰期过后, 精炼锌的供给压力或将逐步增大, 远月合约承压下行, 价差有望走阔。

图21: ZN09-11 合约价差 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 6. 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。