



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

夏莹莹

投资咨询证号:

Z002199

联系人: 寿佳露

从业资格证号:

F3048836

供强需弱格局不变

摘要

展望 2021 年下半年, 我们认为——

供应端: 矿山供应最紧缺的时间段已经过去, 加工费暂时表现出抬头迹象, 云南等地限电政策的影响逐步褪去, 且随着冶炼利润的修复, 预计冶炼厂将维持稳定高产。大概率下半年的供应压力将高于上半年, 叠加政策上抛储的陆续进行, 也在一定程度上加剧锌锭过剩的趋势。因此, 远期供应压力的增加这一逻辑仍将继续压制锌价。需要注意的是, 原本年初市场对于锌价持相对悲观的态度, 但目前来看海外矿山的恢复情况以及产出不及预期, 要想在下半年达到年初的预期增量以及进口量, 还是有一定压力的, 所以后期市场或存在悲观预期修复的可能。

需求端: 经济回暖的大背景下, 国内需求和出口对锌价仍有支撑。但从终端数据表现看, 四五月增速已有明显回落。三季度将迎来消费淡季, 各版块订单情况均呈现下滑趋势, 出口订单则受汇率及集装箱等问题亦明显受创, 锌价上方压力将显现。此外, 我们也要注意宏观货币政策的风向, 虽然维持宽松政策不变, 但整体货币政策即将转向的市场预期在加强, 货币政策或进入转向过渡期。

总结: 综上, 我们认为供强需弱的格局会在三季度表现的更为明显, 因此三季度锌价上方存在较大的压力。除了基本面因素, 宏观和政策上的压力也在压制锌价上行的高度。因此对于下半年的锌价不必过分悲观, 但在当前锌锭走向过剩的供需格局下上方空间有限。

风险点: 宏观和政策风险

目录

第 1 章	2021 年上半年锌价走势回顾	4
第 2 章	锌供应基本面分析	4
2.1.	全球矿山恢复较为缓慢	4
2.2.	加工费抬头，冶炼利润回升	8
2.3.	抛储政策官宣，但需进一步跟踪	9
2.4.	供应端扰动因素正在褪去	10
第 3 章	消费虽有韧性，但提振作用有限	11
第 4 章	锌价展望	15
	免责声明	17

图表目录

图 1:	锌价走势回顾	4
图 2:	全球锌矿产量情况	5
图 3:	全球锌矿产量占比（2020 年）	5
图 4:	海外主要矿山增量统计	5
图 5:	ILZSG 全球锌矿产量情况	6
图 6:	ILZSG 全球锌矿产量一季节性分析	6
图 7:	2019-2021 年锌精矿进口量	7
图 8:	锌矿进口占比（2020 年）	7
图 9:	锌精矿进口情况（累计）	7
图 10:	锌精矿加工费情况	8
图 11:	矿山利润和炼厂利润	9
图 12:	SMM 精炼锌产量	10
图 13:	精炼锌进口情况	10
图 14:	LME 锌库存走势	11
图 15:	上期所锌锭库存	11
图 16:	锌锭社会库存	11
图 17:	锌下游初级消费结构	12
图 18:	锌终端消费结构	12
图 19:	全国镀锌板产量	12

图 20: 全国镀锌板销量	12
图 21: 镀锌板库存情况	12
图 22: 镀锌板 (带) 净出口情况 (累计同比)	13
图 23: 基建投资	14
图 24: 房地产投资	14
图 25: 房地产数据	14
图 26: 家电产量 (累计同比)	15
图 27: 汽车产量	15
图 28: 汽车销售量	15
图 33: 中国精炼锌供需平衡表 (万吨)	16
图 34: 海外精炼锌供需平衡表 (万吨)	16

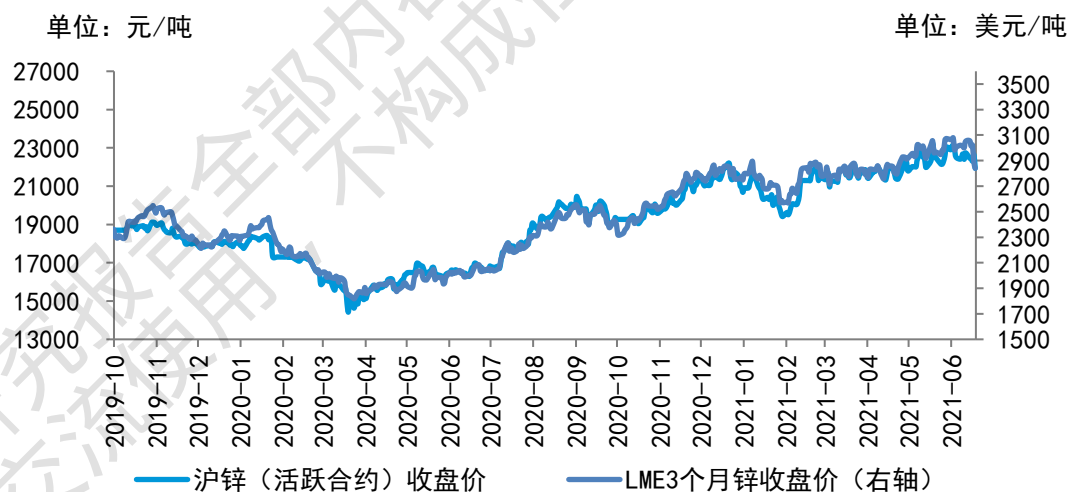
研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

第1章 2021 年上半年锌价走势回顾

上半年，锌价整体走势震荡偏强，价格重心小幅抬升。

1 月宏观和基本面均偏弱导致锌价走低，月度跌幅超过 6%。2 月，市场对通胀预期进一步升温，锌价止跌反弹，在良好市场氛围推动下包括锌在内的有色金属板块开启单边上涨行情，后因市场情绪回顾理性及现货跟涨乏力，锌价在 3 月之后进入“曲折”的震荡向上走势，一是国内外疫情均有效控制，欧美疫苗接种工作持续推进，拜登政府刺激政策有新进展，市场对全球经济复苏客观预期偏强强，其次基本上，供应端矿山产出不及预期，加工费持续走低，加上冶炼端内蒙古“能耗双控”以及云南等地限电政策的影响，精锌产出受到干扰，为锌价提供有力支撑，但远期供应增加的压力限制了锌价上涨的幅度，随着锌价重心的抬升，多空博弈也随之加剧，期间国内锌价最高冲至 23500 元/吨附近。五六月份，市场对流动性担忧情绪较浓，加之国内政策干预市场预期较强，宏观情绪偏谨慎，6 月中旬，传闻已久的抛储正式被国储局官宣，叠加美联储利率决议偏鹰派的情况下，包括锌在内的有色金属集体回落，目前沪锌主力合约位于 21500 元/吨附近。

图 1：锌价走势回顾



资料来源：Wind 南华研究

第2章 锌供应基本面分析

2.1. 全球矿山恢复较为缓慢

从整个 2021 年矿供应看，海外方面，市场预期的增量一是因前期疫情推迟建设的项目，例如嘉能可旗下 Zhairam 矿山、美国金银公司 Cosalá 项目、Neves-Corvo 的扩建项目等将在 2021 年重启；二是前期因事故停产项目的恢复，包括 Hudbay 旗下 777 矿、

Hecla 的 luckyFriday 预计在 2021 年增量均在 1 万吨左右；三是部分新增或是升级项目，例如世纪锌矿尾矿计划 2021 财年年产 14-16 万吨，产量提升 2-4 万吨，H2L 旗下 Zawar 矿山扩建预计略有增量等。而国内 2021 年可重点关注湖南花垣、乌拉跟等项目。

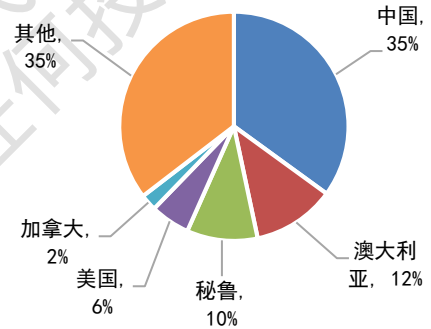
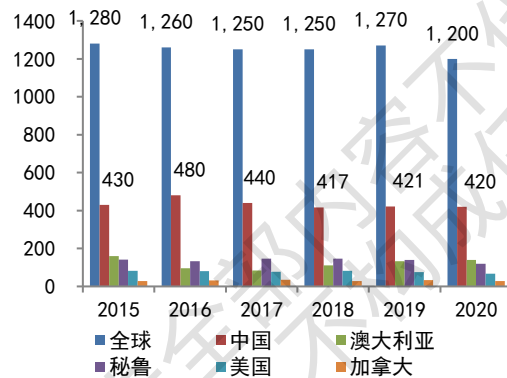
总体上，预计 2021 年海外矿端新增产能约 30-40 万吨，大概率仅是弥补 2020 年减量或有微量增加。2021 年国内锌矿增量预计增加 10-15 万吨，全球合计在 40-55 万吨。但根据目前海外矿山发布的一季度报来看，各大矿企普遍产出不及预期，因此要想达到全年的预期产量，则需要下半年更有效的恢复。

从国内情况看，矿山供应最紧张的时间段还是在今年 3-4 月份，但随着 3 月以后国内矿山的复工复产，以及四五月份进口矿长单集中到港，5 月以后矿缺的状况已经有所缓解，目前冶炼厂的原料库存水平也恢复到 30 天以上。

图 2：全球锌矿产量情况

图 3：全球锌矿产量占比（2020 年）

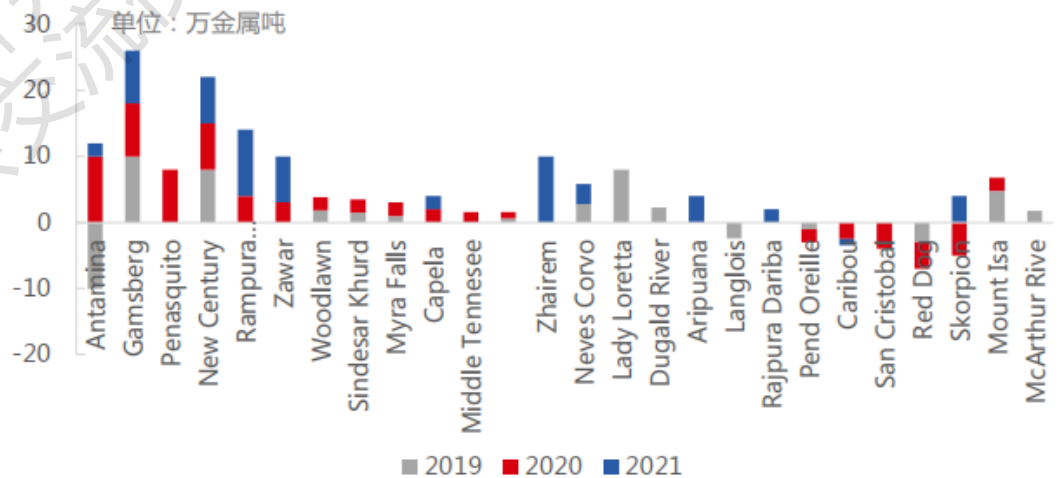
单位：万吨



资料来源：美国地质调查局 南华研究

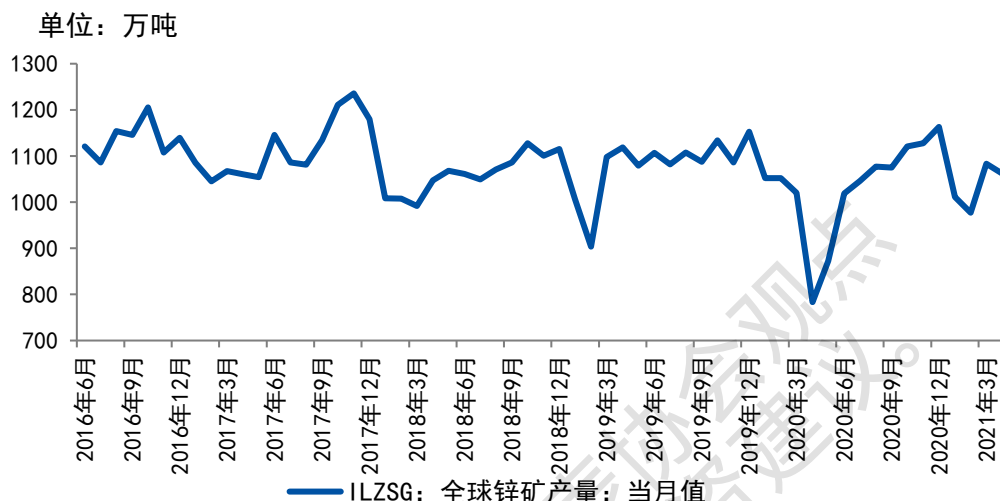
资料来源：美国地质调查局 南华研究

图 4：海外主要矿山增量统计



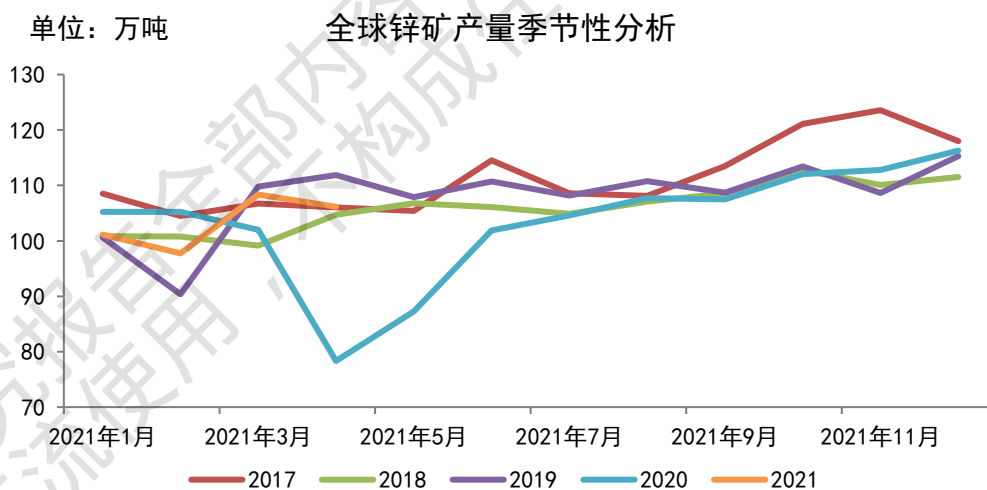
资料来源：SMM 南华研究

图 5：ILZSG 全球锌矿产量情况



资料来源：Wind ILZSG 南华研究

图 6：ILZSG 全球锌矿产量—季节性分析



资料来源：Wind ILZSG 南华研究

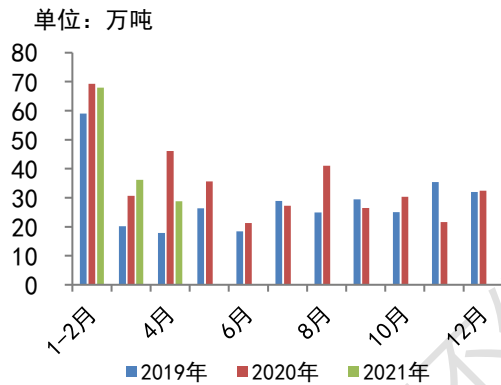
从进口矿情况看,2020 年全年进口锌精矿总量在 382.22 万吨,累计同比增长 20.41%。我国对外锌精矿的需求较大,加之 2020 年锌精矿进口窗口打开,因此国内进口锌精矿数量不减反增。国内较低的加工费也吸引了更多海外矿流向中国,进口占比最大的国家仍是澳大利亚和秘鲁。

最新海关数据显示,1-4 月进口锌精矿总量达到 133 万吨左右,较 2020 年同期累计同比减少 8.9%,其中 4 月进口 28.82 万吨,同比减少 37.44%,环比减少 20.33%。主要进口国澳大利亚和秘鲁的进口量均出现不同程度减少,一方面澳大利亚锌矿或流向亚洲其他国家冶炼厂,导致国内到港量减少;另一方面秘鲁一季度进口较多,提前消耗部分

成品库存，长单发运后到进口量缩减。

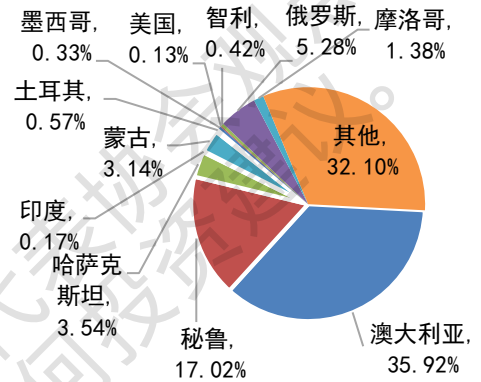
根据五六月份锌矿到港情况，预计进口量环比将出现明显回升。但整体来看，今年上半年锌矿进口情况不及预期，一是海外锌矿产量提升速度较慢，二是国内二季度自有矿山产量逐步回升。展望下半年，由于国内对进口矿的依赖以及冶炼利润的回升，预计锌精矿进口将保持在较高水平。

图 7：2019-2021 年锌精矿进口量



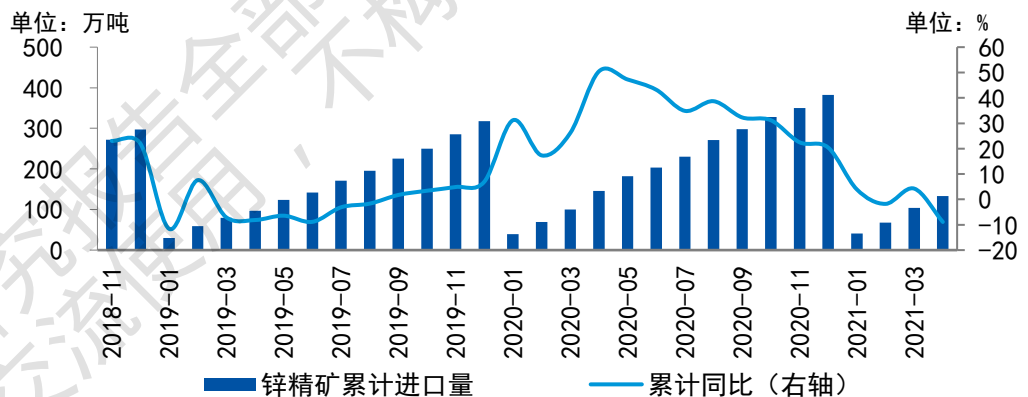
资料来源：Wind 南华研究

图 8：锌矿进口占比（2020 年）



资料来源：Wind 南华研究

图 9：锌精矿进口情况（累计）



资料来源：海关总署 Wind 南华研究

综述，我们认为全球锌矿处于一个增产周期的尾声，但疫情等不确定因素将原本的增产周期有所拉长，且总增量也受限。据安泰科数据统计，嘉能可旗下 Kazzinc 锌精矿由于其 Zhairam 项目的投产，产量将在 2022 年逐步增加到 30 万吨以上，但之后由于 Maleevsky 项目逐步枯竭，2023 年开始 Kazzinc 产量将出现回落；另外嘉能可位于美洲的多个项目面临资源枯竭，如秘鲁的 Iscaycruz 将在 2021 年关闭，加拿大的 Matagami 和 Kidd 分别计划于 2022 年和 2023 年关闭，这带来的将是 10 万吨以上级别的减量；同时最具市场影响力的澳大利亚 LadyLoretta 矿山将于 2023 年底关闭，这带来的将是近 20 万吨的减量，但影响将会体现在 2024 年及以后时间。由此可见，在 2021 年锌精矿产量高峰过

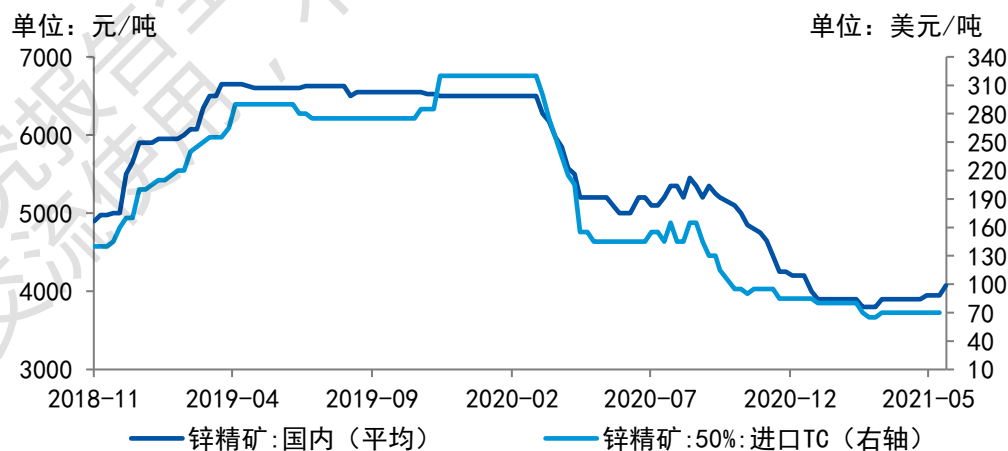
后，部分矿山资源的枯竭导致产量逐步减少，矿山供应释放即将进入尾声。今年二季度锌矿紧缺局面已经有所缓解，我们预计下半年矿端干扰因素也将逐步减少，但全球锌矿总增量能否达到年初预期，还有待市场验证。从目前的情况看，要想达到年初我们预期的增量，下半年矿供应压力或较大，当然，也存在或不及预期的可能。

2.2. 加工费抬头，冶炼利润回升

一季度进口精炼锌加工费从年初的 80-85 美元/吨小跌至 70-80 美元/干吨，国内精炼锌加工费则从年初 4050-4250 元/吨跌至 3700-4000 元/吨。二季度加工费止跌企稳，略有抬头，目前国产平均加工费稳定在 4075 元/吨左右，进口加工费则保持在 70 美元/干吨。加工费作为验证矿产量的辅助指标，一季度延续去年的跌势，可见当时原料供应的紧张，一季度主要受制于季节性影响，北方矿山节后难以快速恢复产量。2 月国内矿山集中停产，少量小型矿山春节期间维持正常生产。3 月初第一批矿山复工开采，但从采选至精矿产品进入仍需一定生产及货运周期，故一季度国内锌矿供应维持偏紧状态。

二季度随着国内产量的释放，以及进口矿到港，加工费出现回升，同时冶炼利润得到修复。展望下半年，虽然我们强调矿紧的局面正在逐步缓解，加工费在近期得到上调，在一定程度上继续压制锌价的上行，而且下半年的供应压力必然是高于上半年的。但从预期的角度看，本身市场年初对锌价持悲观态度，主要就是在于远期供应压力，但从目前矿实际产出量来看，相对不及预期，如果下半年实际产量压力没有市场预期的高，那么这种悲观情绪或得到一定修复。

图 10：锌精矿加工费情况



资料来源：Wind 南华研究

图 11：矿山利润和炼厂利润



资料来源：Wind 南华研究

利润角度看，上半年虽然锌价涨幅不如铜和铝，但整体重心仍是有所抬升的，矿山目前利润在 6500 元/吨附近，冶炼利润随着 6 月加工费的上调有所修复。如果下半年矿山能如预期恢复，那么大概率加工费也会进一步抬升，冶炼厂在原料充足的情况下将保持高负荷生产，那么远期供应压力的逻辑也将继续压制锌价。

2.3. 抛储政策官宣，但需进一步跟踪

6 月 22 日，国家物资储备调节中心发布关于 2021 年投放第一批国家储备铜、铝、锌的公告，其中涉及锌的抛储量在 3 万吨，抛储对象下游加工企业，7 月 5-6 日公开竞价。

根据国储往年锌收储情况看，锌的可供抛量在 25-26 万吨。第一次抛储量基本在市场预期范围内。那么从实际影响看，抛储从一定程度上意味着将属于国储局的锌锭隐性库存显性化，且直接面向下游企业，一是可以高效的提高市场中的现货供应量，二是打压现货和近月合约的升水结构。

当然，从供需结构看，精锌供应本身处于过剩状态，那么抛储的进行或加剧过剩的趋势，库存拐点或提前到来。后续我们仍将继续关注抛储情况，包括后续第二批、第三批等的抛储量以及相关抛储方式是否有较大变化。我们需要不断去对比和修复实际与市场的预期差。

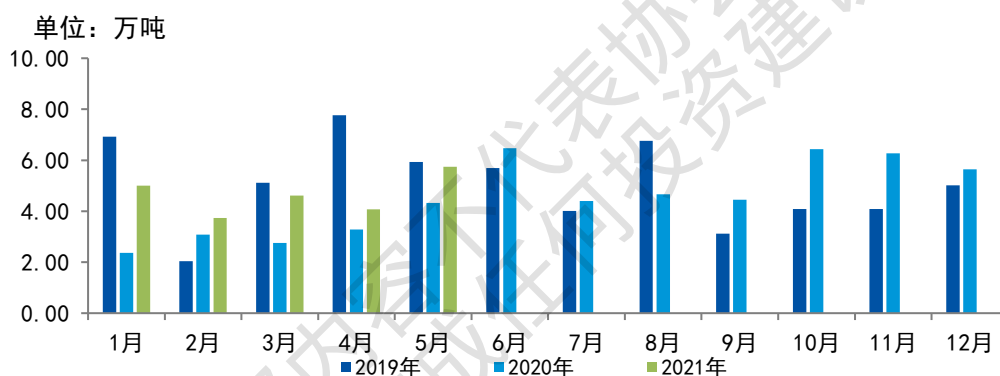
国储往年锌收抛储情况		
收储	2009	15.9 万吨
	2012	10 万吨
	2013	5 万吨
抛储	2010	5 万吨
可供抛量		25-26 万吨

2.4. 供应端扰动因素正在褪去

根据上海有色数据，今年 5 月国内精炼锌产量 49.46 万吨，环比减少 1.04 万吨或环比减少 2.06%，同比增速 4.32%，1 至 5 月累计产量 251 万吨，累计同比增加 4.51%。

5-6 月由于云南、广东等地区限电政策，短期对精锌供应有所影响，但随着南方雨季的来临，到 6 月底基本上限电将全部结束，除此以外，北方集中检修影响也将逐步解除，这也意味着 7 月以后精锌端供应恢复具有较大的确定性。根据上海有色调研预计，6 月精锌产量预计在 51.32 万吨，环比增加 1.85 万吨或环比增加 3.75%，7 月预计在 52.39 万吨，8 月预计在 53.51 万吨。

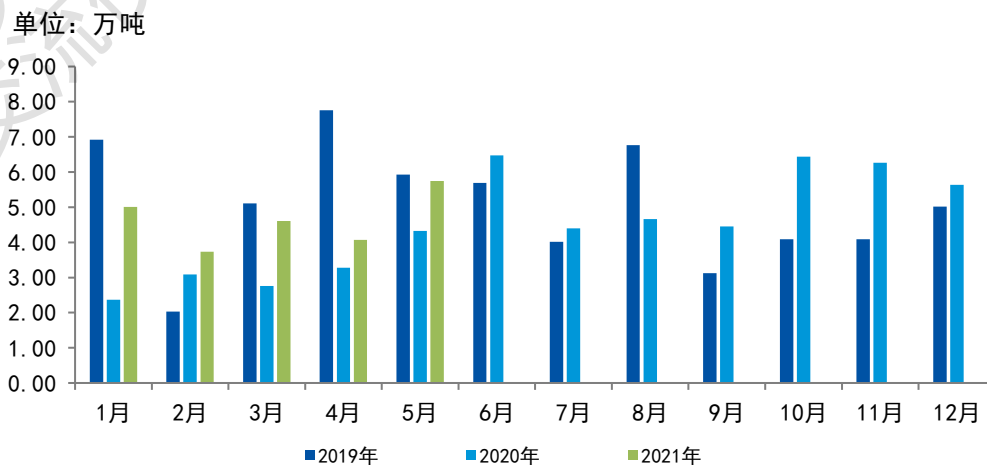
图 12: SMM 精炼锌产量



资料来源: SMM 南华研究

进口情况，根据海关数据显示，1-5 月精锌进口累计总量为 23.16 万吨，累计同比增幅为 46.51%。随着国内冶炼厂生产的恢复以及保持稳定产出的情况，后续进口锌流入或有所减少，但总体仍将保持在较高水平。

图 13: 精炼锌进口情况



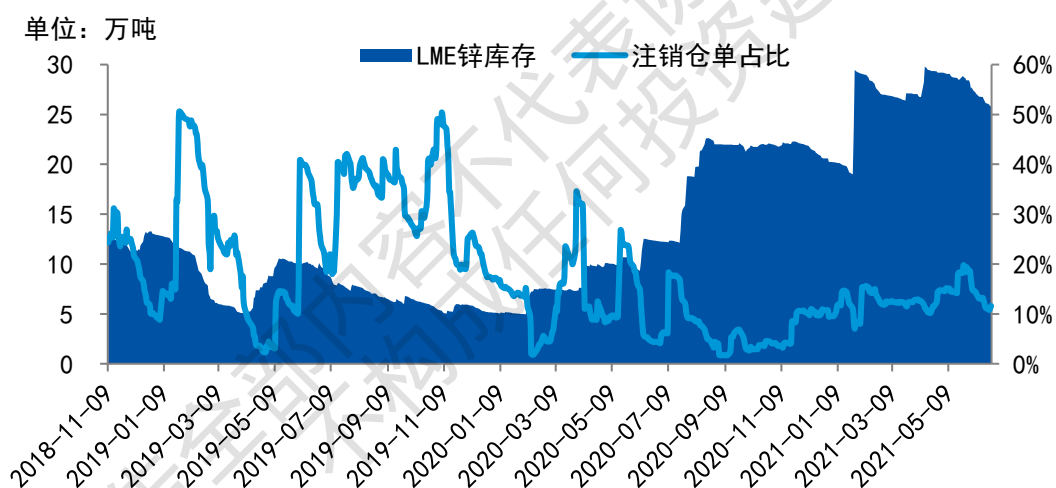
资料来源: 海关总署 南华研究

第3章 消费虽有韧性，但提振作用有限

锌终端需求主要在房地产、基建、汽车以及家电等，下游初级消费主要是镀锌、压铸合金、黄铜及氧化锌等。

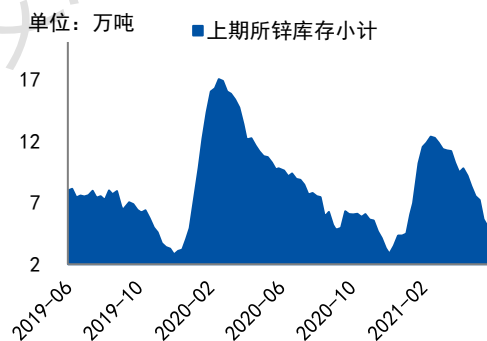
一季度为锌锭传统累库期，累库程度基本符合市场预期。随着三四月份小旺季的持续，国内锌锭库存处于良好的去库态势。但从6月开始，旺季效应的减退，随着淡季的来临，下游各版块订单已经出现明显的下滑，预计库存拐点将近。相对而言，三季度锌价的压力会更加明显，一是供应边际恢复，二是消费边际减弱，双重影响下锌价即使不出现明显跌幅也将大大限制其上行的高度。

图 14：LME 锌库存走势



资料来源：Wind 南华研究

图 15：上期所锌锭库存



资料来源：Wind 南华研究

图 16：锌锭社会库存



资料来源：Wind 南华研究

图 17：锌下游初级消费结构

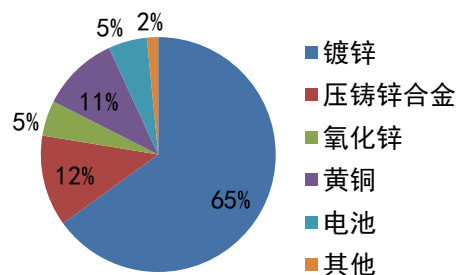
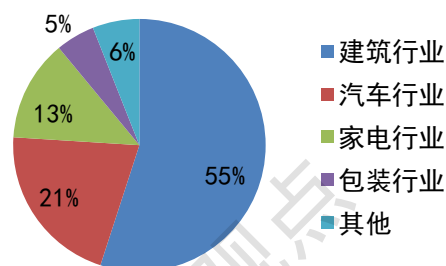


图 18：锌终端消费结构



资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

图 19：全国镀锌板产量

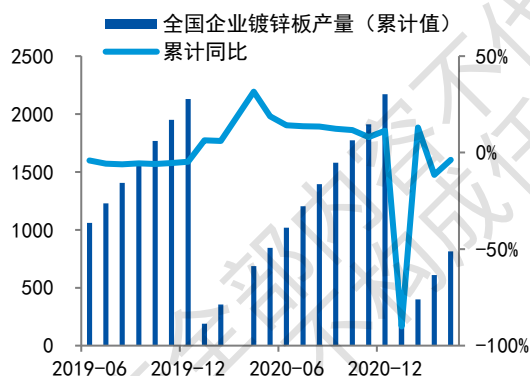
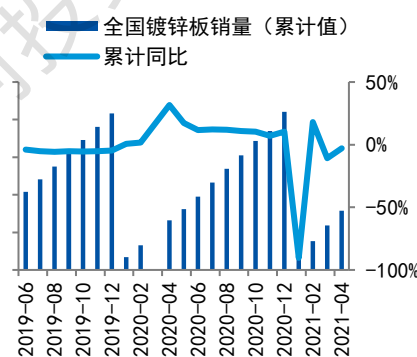


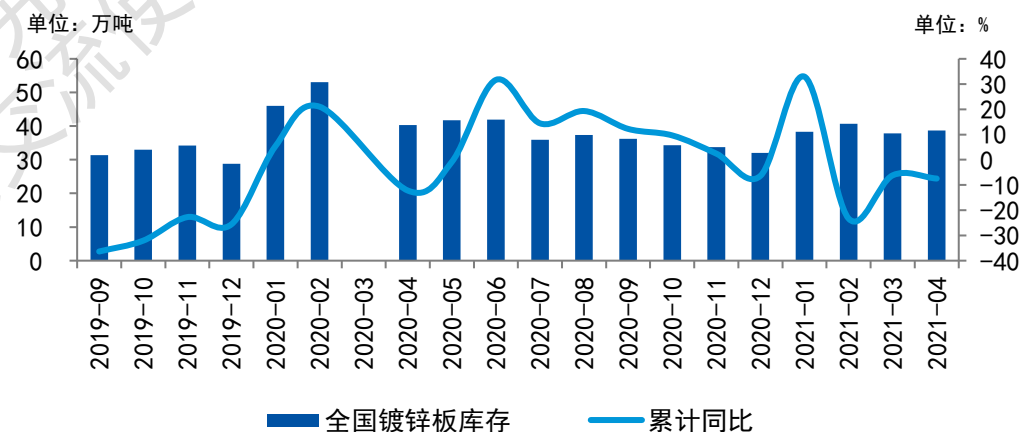
图 20：全国镀锌板销量



资料来源：Wind 南华研究

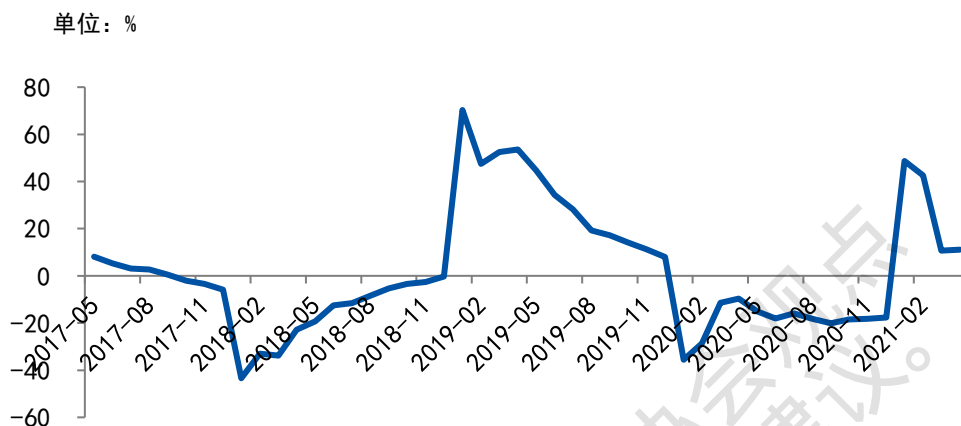
资料来源：Wind 南华研究

图 21：镀锌板库存情况



资料来源：Wind 南华研究

图 22：镀锌板（带）净出口情况（累计同比）



资料来源：Wind 南华研究

从基建投资看，统计局数据：1-4 月份，固定资产投资同比增长 15.4%；比 2019 年 1-5 月份增长 9.8%。其中，1-5 月份，基础设施投资同比增长 10.36%，较上月回落 6.55 个百分点。基建投资修复速度继续放慢，按照当前政府控杠杆以及隐性债务化解压力的情况，后续基建反弹的空间相对有限。

房地产方面，1-5 月份，全国房地产开发投资 54318 亿元，同比增长 18.3%；比 2019 年 1-5 月份增长 17.9%。新开工、拿地和竣工维持低位。整体来看，地产投资韧性较强，在严查经营贷、消费贷流入房地产市场等政策影响下，地产销售小幅回落，仍维持高景气。不过，新开工及竣工面积加速下滑或缩减耗锌量。

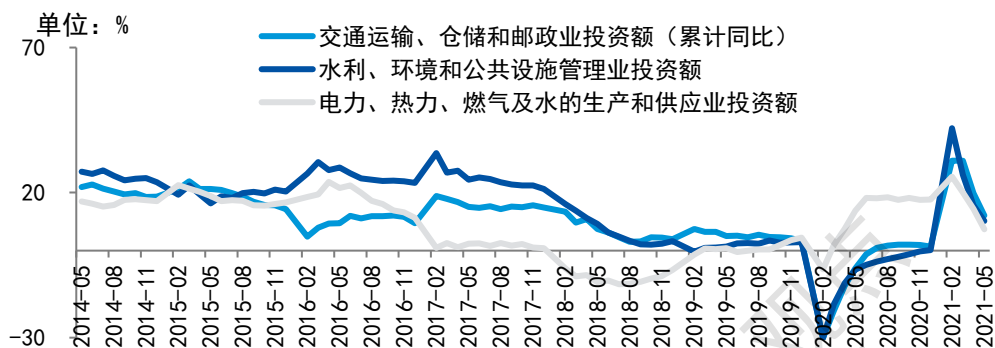
从汽车方面来看：中汽协数据显示，5 月汽车产销分别达到 209.6 万辆和 212.8 万辆，环比下降 7.79%和 5.51%，同比下滑 4%和 3.06%，当月产销同比首次为负数。1-5 月，汽车产销 1075.2 万辆和 1087.5 万辆，同比增长 38.4%和 36.6%，增速继续回落。

目前芯片短缺问题短期内还比较难解决，对二季度、三季度的销量影响预计比较大，四季度会有所缓解，而真正缓解要到明年一季度。从全年看，预计芯片短缺导致耗锌量将减少 0.5-2 万吨，影响相对有限。

综上所述，地方债发行进度不及预期，基建投资修复速度再度放慢；地产投资韧性较强，但销售小幅回落，且新开工及竣工面积加速下滑或缩减耗锌量；汽车产销环比回落，家电产量及出口转弱，均减少锌需求。

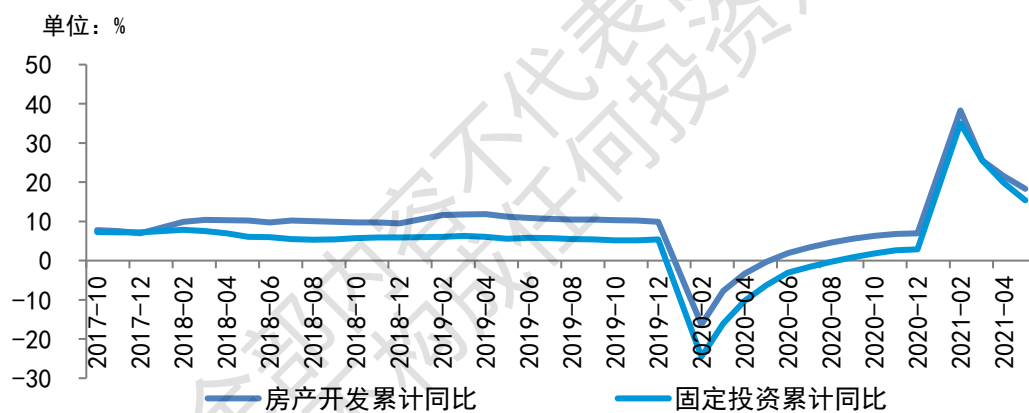
当然，在经济复苏的大背景下，我们认为下半年内整体锌消费将保持韧性。

图 23：基建投资



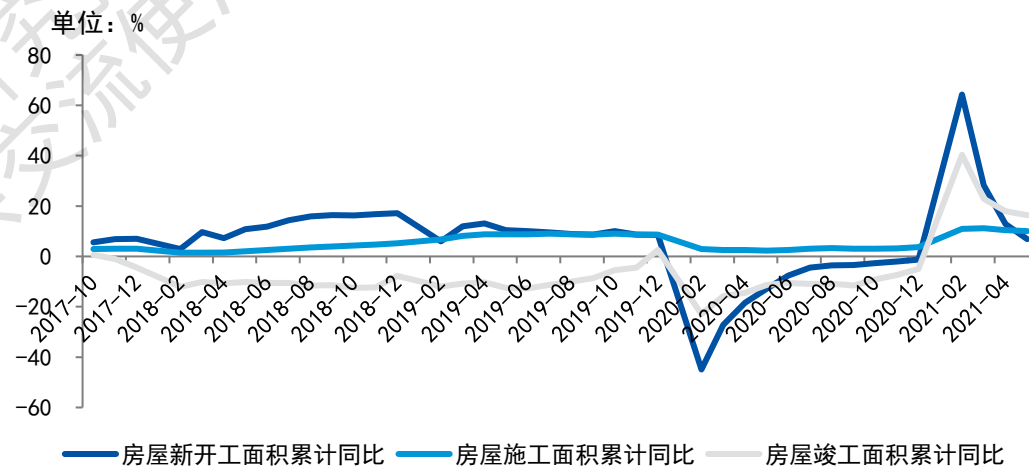
资料来源：Wind 南华研究

图 24：房地产投资



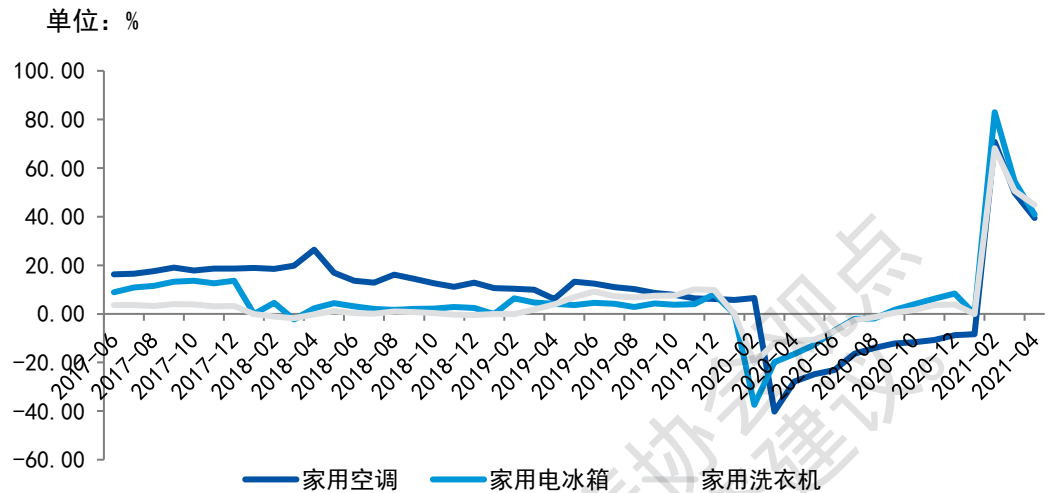
资料来源：Wind 南华研究

图 25：房地产数据



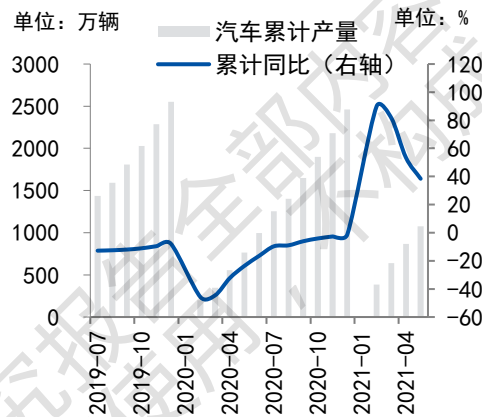
资料来源：Wind 南华研究

图 26: 家电产量 (累计同比)



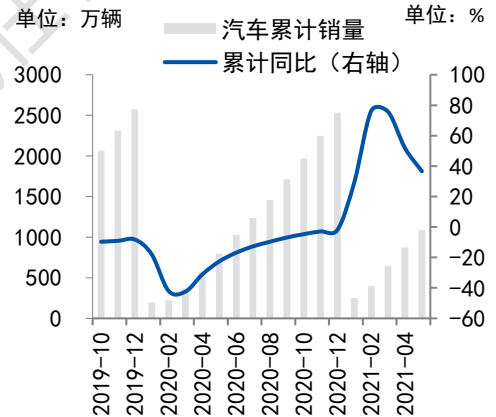
资料来源: Wind 南华研究

图 27: 汽车产量



资料来源: Wind 南华研究

图 28: 汽车销售量



资料来源: Wind 南华研究

第4章 锌价展望

展望 2021 年下半年，我们认为——

供应端：矿山供应最紧缺的时间段已经过去，加工费暂时表现出抬头迹象，云南等地限电政策的影响逐步褪去，且随着冶炼利润的修复，预计冶炼厂将维持稳定高产。大概率下半年的供应压力将高于上半年，叠加政策上抛储的陆续进行，也在一定程度上加剧锌锭过剩的趋势。因此，远期供应压力的增加这一逻辑仍将继续压制锌价。需要注意的是，原本年初市场对于锌价持相对悲观的态度，但目前来看海外矿山的恢复情况以及产出不及预期，要想在下半年达到年初的预期增量以及进口量，还是有一定压力的，所

以后期市场或存在悲观预期修复的可能。

需求端：经济回暖的大背景下，国内需求和出口对锌价仍有支撑。但从终端数据表来看，四五月增速已有明显回落。三季度将迎来消费淡季，各版块订单情况均呈现下滑趋势，出口订单则受汇率及集装箱等问题亦明显受创，锌价上方压力将显现。此外，我们也要注意宏观货币政策的风向，虽然维持宽松政策不变，但整体货币政策即将转向的市场预期在加强，货币政策或进入转向过渡期。

总结：综上，我们认为供强需弱的格局会在三季度表现的更为明显，因此三季度锌价上方存在较大的压力。除了基本面因素，宏观和政策上的压力也在压制锌价上行的高度。因此对于下半年的锌价不必过分悲观，但在当前锌锭走向过剩的供需格局下上方空间有限。

图 29：中国精炼锌供需平衡表（万吨）

日期	2019	2020	2021	2022
中国锌精矿产量	435	415	420	423
中国锌精矿进口量	144.4	180	190	195
中国锌精矿表观消费量	579.4	595	610	618
中国锌精矿实际消费量	571.04	589.33	595.01	599.14
锌精矿 Balance	8.36	5.67	14.99	18.86
中国冶炼厂产量	584	606	626	635
中国精炼锌净进口量	54.4	49	44	47
中国精炼锌表观消费量	638.4	655	670	682
中国精炼锌实际消费量	632.47	645	661.13	671.04
精炼锌 Balance	5.93	10	8.88	10.96

资料来源：SMM 南华研究

图 30：海外精炼锌供需平衡表（万吨）

日期	2019	2020	2021	2022
Ex-China 锌精矿产量	830	790	810	840
中国锌精矿进口量	144.4	180	190	195
Ex-China 锌精矿表观消费量	681.6	606	616	641
Ex-China 锌精矿实际消费量	621.75	605.54	607.6	613.8
Ex-China 锌精矿 Balance	59.85	0.46	8.4	27.2
Ex-China 中国冶炼厂产量	740	732	739	750
中国精炼锌净进口量	54.4	49	44	47
Ex-China 中国精炼锌表观消费量	685.6	683	695	703
Ex-China 中国精炼锌实际消费量	709.4	659.74	686.13	692.99
Ex-China 精炼锌 Balance	-23.8	23.26	8.87	10.01

资料来源：SMM 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点