

### 需求仍有支撑，锌价前弱后强

走势评级：

锌：看跌

报告日期：

2021 年 7 月 1 日

#### ★矿端：供应恢复确定性较强，但全年难有明显过剩

市场对矿端供应恢复已有较为充分的预期，但国产矿年内难以贡献有效增量，海外部分增量产能存进一步延期的风险，基于此我们的平衡表中矿端全年的过剩量进一步收窄至 11 万金属吨，在此情况下，锌价仍将对矿端的扰动事件保持高度敏感。

#### ★冶炼端：抛储增加供应压力，警惕政策再生扰动

分批抛储使得总量仍存一定变数，预计全年抛储量在 15-25 万吨。上半年内蒙能耗双控和云南限电已造成约 5 万吨的精炼锌供应减量。在碳中和的大背景下，下半年政策扰动的风险仍存，尤其需要关注季末、年末等考核节点各地政策的变动。

#### ★需求端：专项债发行提速，基建仍有支撑

5 月基建增速转弱，但 6 月起专项债发行提速将在资金端提供支撑，同时随着监管层对投机需求的打压，原料价格回归理性、企业生产积极性恢复，基建投资增速和其对上游原料需求提振间的时滞有望缩短，全年基建板块对锌的需求预计仍将维持 3% 的同比增速。

#### ★投资建议

在美联储开始转向、加工费企稳回升的大背景下，锌价下半年难有趋势性上行，但在需求端仍有支撑的情况下，供应端的潜在变数有望驱动价格反弹。三季度建议以偏空思路对待，可待库存拐点出现后在 22500 元/吨以上逢高布局多单，进入消费旺季后，可考虑在 19500 元/吨以下逢低试多。套利方面，印度过剩对 LME 库存的压力以及国内供应端潜在的政策扰动有望带来阶段性的跨市反套机会。

#### ★风险提示

海外矿山恢复超预期，需求增速不及预期。



曹洋 资深分析师（有色金属）

从业资格号：F3012297

投资咨询号：Z0013048

Tel: 8621-63325888-3904

Email: [yang.cao@orientfutures.com](mailto:yang.cao@orientfutures.com)

联系人

陈祎莹

从业资格号：F3074710

Tel: 8621-63325888-2722

Email: [yixuan.chen@orientfutures.com](mailto:yixuan.chen@orientfutures.com)

主力合约行情走势图（沪锌）



#### 相关报告

矿端约束难解，锌价仍有支撑 2021/01/11

供应再添扰动，锌价短期偏强 2021/05/18

## 目录

1、行情回顾.....	5
2、供应端 .....	5
2.1、矿端：供应恢复确定性较强，但全年难有明显过剩 .....	5
2.2、冶炼端：抛储增加供应压力，警惕政策再生扰动 .....	9
2.2、进出口与矿冶平衡 .....	11
3、需求端 .....	13
3.1、基建增速虽已转向，但不宜过度悲观.....	14
3.2、耐用消费品短期受限，中期仍有修复空间 .....	15
3.3、上半年涂镀出口超预期，下半年存隐忧 .....	17
4、投资建议.....	18
5、风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1: 沪锌及伦锌价格走势回顾 .....	5
图表 2: 国内锌精矿月度产量 (SMM 口径) .....	6
图表 3: 海外矿企盈利水平持续改善 .....	6
图表 4: 秘鲁锌精矿产量已恢复至疫情前水平 .....	7
图表 5: 海外锌精矿月度产量 .....	7
图表 6: 海外主要矿企 2021 Q1 锌精矿产量 .....	7
图表 7: 海外头部矿企资本开支 .....	8
图表 8: 内蒙古自治区内锌冶炼厂历史产量及检修情况 .....	9
图表 9: 国储局历次抛收储统计 .....	10
图表 10: 国内精炼锌产量月度数据 .....	10
图表 11: 海外精炼锌产量月度数据 .....	10
图表 12: 锌精矿进口月度数据 .....	11
图表 13: 锌精矿理论进口盈亏 .....	11
图表 14: 精炼锌净进口月度数据 .....	11
图表 15: 精炼锌理论进口盈亏 .....	11
图表 16: HZL (Vedanta) 精炼锌产量 .....	12
图表 17: 印度精炼锌净出口月度数据 .....	12
图表 18: 国产及进口锌精矿加工费 .....	13
图表 19: 冶炼厂原料库存天数 .....	13
图表 20: 锌精矿供需平衡表 .....	13
图表 21: 基建及三大分项累计同比增速 .....	15
图表 22: 新增专项债逐月发行规模 .....	15
图表 23: 国网订单 (按截标日期) .....	15
图表 24: 国网订单 (按最后交货期) .....	15
图表 25: 乘用车产量及销量累计同比增速 .....	16
图表 26: 乘用车库存变化 .....	16
图表 27: IHS 关于芯片短缺对全球汽车产量影响的预测 .....	17
图表 28: 白色家电产量当月同比 .....	17
图表 29: 镀锌板及彩涂板合计出口数量 .....	18
图表 30: 镀锌板及彩涂板合计出口数量 (至东南亚) .....	18
图表 31: 镀锌产品出口量 (标红表示已取消出口退税) .....	18
图表 32: 东南亚及印度当日新增确诊病例数 .....	18

图表 33：精炼锌供需平衡表.....	20
图表 34：国内三地锌锭社会库存.....	20
图表 35：LME 锌锭库存.....	20

## 1、行情回顾

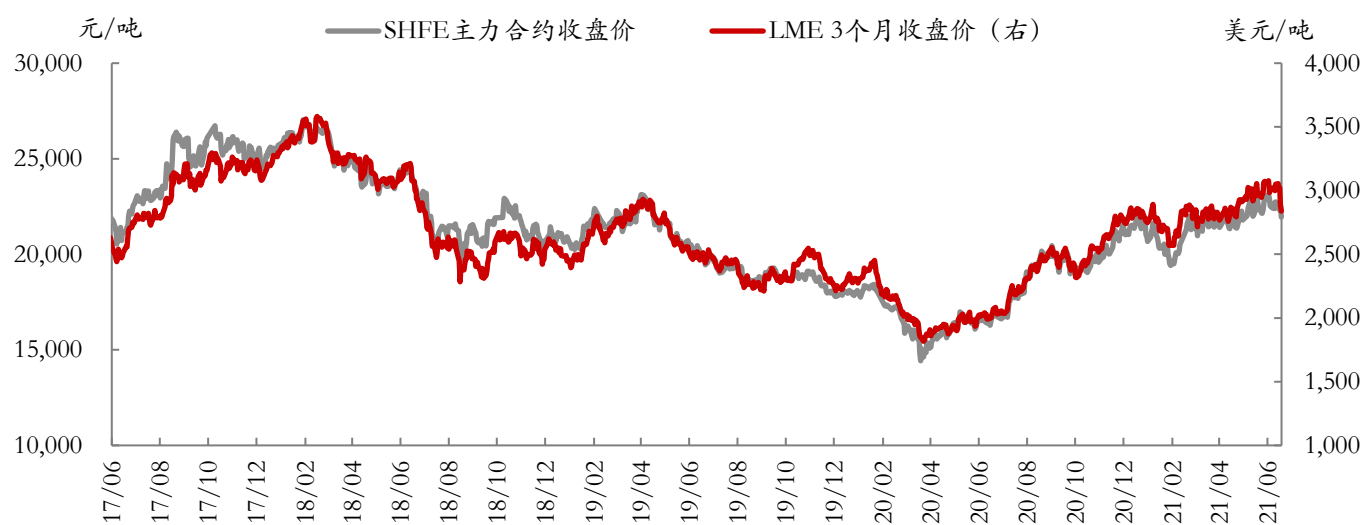
回顾上半年锌价走势，年初河北疫情爆发后，北方消费崩塌拖累价格短暂回调，随后锌价维持震荡上行走势，价格一度突破 23000 元/吨。但从相对涨幅来看，年初至今锌价涨幅不足 10%，在有色板块中偏弱。

我们认为上半年锌价的支撑因素主要来自两方面。首先，尽管国内货币政策已经转向，但以美联储为首的海外央行仍维持宽松的货币政策，充裕的流动性以及弱势美元均利多有色板块。其次，基本面角度，上半年矿端供应仍偏紧，内蒙古能耗双控以及云南错峰限电带来了超预期的冶炼端减量，使得上半年精炼锌供应不及预期；与此同时，需求端也表现出了超出市场预期的韧性，春节后国内锌锭社会库存持续去化，低库存对价格构成有效支撑。

对于制约锌价上行幅度的因素，首先，抛开疫情的扰动，当前仍处在锌矿的产能扩张周期中，矿端瓶颈的解除只是时间的问题。其次，今年以来国内碳中和与美国的绿色基建持续发酵，但具体到锌的供需两端，因为冶炼端单位能耗远低于电解铝，锌冶炼受碳中和的约束明显不如铝强；目前锌的下游消费仍集中于传统领域，受碳中和及绿色基建的提振作用也明显弱于其他有色品种。

对于下半年的锌价走势，我们认为需要理清两个关键问题：矿端供应恢复的节奏如何？终端需求的韧性从何而来，以及可持续性如何？

图表 1：沪锌及伦锌价格走势回顾



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

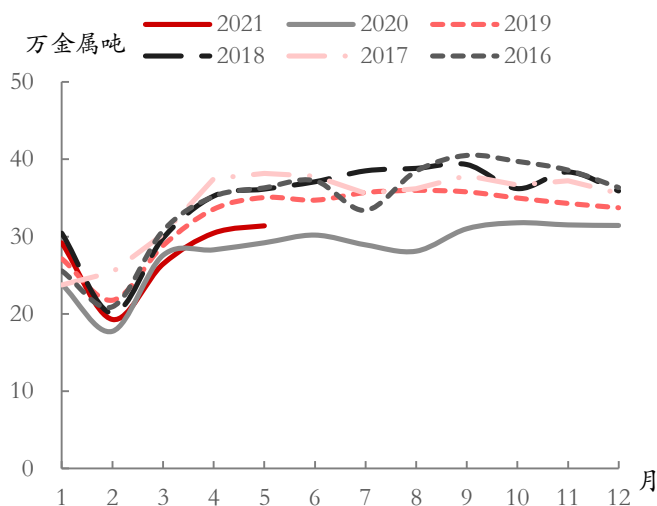
## 2、供应端

### 2.1、矿端：供应恢复确定性较强，但全年难有明显过剩

正如我们此前在年报中提到的，国产矿的供应弹性较低，具体而言，上半年的产量整体符合季节性规律，年后随着高纬度矿山逐步复产，产量环比回升。但近年来国产矿产量逐年下滑的趋势仍在延续，今年内蒙古的能耗双控和云南错峰限电也对矿山供应构成了短期扰动，使得产量同比往年偏低。新建项目方面，截至年中，湘西花垣和大脑坡这两大主要增量项目仍无明确的投产时间表，据悉两个项目的投产均面临一定困难，年内国产矿或难以贡献明显增量。

矿端的边际变量更多来自海外矿山。去年以来，产业链利润持续向矿山集中，从利润的角度来看，当前锌精矿价格已远超绝大多数海外矿山的 C1 现金成本，矿山的生产积极性高涨。因此，我们看到今年以来多座矿山增复产，如 Trevali 旗下的 Caribou 铅锌矿停产近一年，于 2 月初恢复开采，联合锌业升级了旗下 Plomos 的选矿厂，甚至也有此前停产多年的矿山在今年恢复生产，如加拿大的 Pine Point，带来了边际供应增量。与此同时，随着疫情尾部冲击的逐步减弱，客观因素对于矿山生产的扰动也在弱化。秘鲁能矿部、海外矿企季报产量以及 ILZSG 等多维度的数据都表明，海外矿山的生产正逐步向好。

图表 2：国内锌精矿月度产量（SMM 口径）



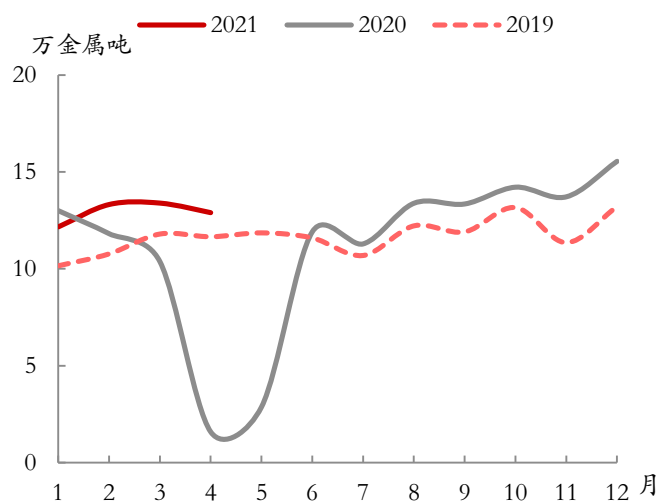
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 3：海外矿企盈利水平持续改善



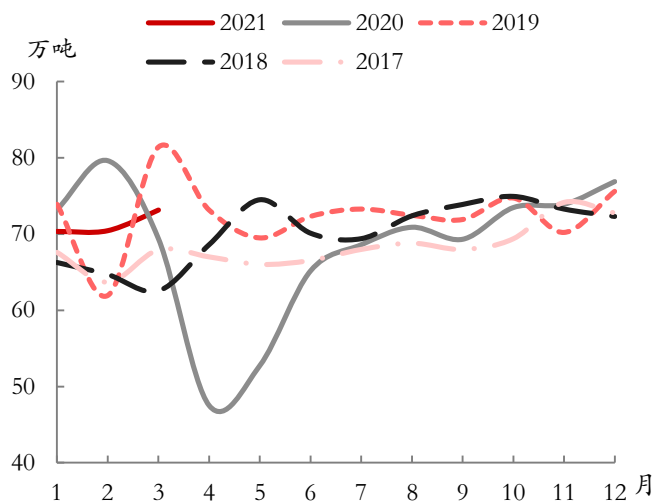
资料来源：Bloomberg，Wind，东证衍生品研究院

图表 4: 秘鲁锌精矿产量已恢复至疫情前水平



资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

图表 5: 海外锌精矿月度产量



资料来源：ILZSG，东证衍生品研究院

图表 6: 海外主要矿企 2021 Q1 锌精矿产量

千金属吨	年度产量				一季度产量		
公司	2018	2019	2020	2019Q1	2020Q1	2021Q1	同比变化
Vedanta	1005.00	1079.00	1122.00	281.00	291.00	343.00	18%
Glencore	866.90	905.00	1002.90	222.00	252.30	244.80	-3%
Teck	704.99	640.04	586.96	135.09	153.53	145.98	-5%
NEXA	372.98	361.14	313.00	89.74	76.90	77.40	1%
Peñoles	289.64	292.29	288.07	70.37	73.99	69.69	-6%
BOLIDEN	290.47	289.70	286.13	75.24	63.57	67.56	6%
MMG	222.91	253.52	245.10	57.15	52.96	68.40	29%
Lundin Mining	152.04	151.52	142.74	40.45	36.95	33.37	-10%
Trevali Mining Corporation	184.70	189.35	142.08	45.64	44.91	33.97	-24%
Sumitomo	202.00	206.00	140.00	52.00	41.00	45.00	10%
New Century Resource	19.08	92.91	128.63	18.17	28.29	30.43	8%
BHP	116.34	86.25	121.83	20.85	31.79	33.30	5%
HudBay	115.59	119.11	118.03	28.04	30.50	27.94	-8%
Southern Copper Corp.	70.78	73.92	68.93	18.55	19.26	16.47	-15%
South 32	47.40	57.80	64.60	10.70	17.30	17.80	3%
Red River	13.74	15.56	12.53	5.31	2.36	3.72	57%
合计	4674.56	4813.12	4783.52	1170.29	1216.60	1258.81	3%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

目前来看，锌精矿供应逐步恢复已成为当前市场的一致预期，不确定性在于具体的恢复节奏。我们认为，尽管下半年矿的供应会边际转松，但全年并不会出现明显过剩。

存量产能方面，我们此前提到的大小矿企结构性差异依然存在，样本矿企自去年三季度以来持续录得同比正增长，但 ILZSG 口径下的一季度海外锌精矿产量 214 万金属吨，仍略低于 2020 年的 222 万金属吨和 2019 年的 217 万金属吨，掣肘那些迟迟尚未复产的矿山的原因可能不仅仅在于生产利润，其复产或仍需时日。此外，矿石品位等因素也会对产量构成扰动。

新增产能方面，受疫情影响，部分矿企 2020 年开发性资本开支实际完成额较此前预算明显降低，新建或改扩建项目因此延期。由于项目建设周期相对刚性，疫情造成的进度延期难以追回，从资本开支的角度来看部分项目今年仍处于建设期。具体而言，Vedanta 旗下的 Rampura Agucha 预计将于下半年完工，但印度疫情带来了一定不确定性，Nexa 旗下的 Aripuana 以及 Lundin 旗下的 Neves Corvo 预计将延期至年底完工，年内难以贡献有效增量。

图表 7：海外头部矿企资本开支

公司	类别	单位	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	备注
NEXA	维护性	亿美元	1.8	2.0	2.1	2.2	1.2	2.1	公司 CAPEX Aripuana
	开发性		0.4	0.5	0.9	1.9	2.2	2.4	
Glencore	维护性	亿美元	5.1	5.9	7.7	7.8	5.5		锌业务 CAPEX Zhairem
	开发性		0.3	0.7	1.8	2.4	2.2		
Vedanta	CAPEX	亿美元	2.0	1.0	5.0	5.0	2.0	1.0	锌业务 CAPEX Rampura Agucha; Gamsberg
Lundin	维护性	亿美元	0.35	0.35	0.55	0.56	0.63	0.65	项目 CAPEX Neves Corvo
	开发性		0.00	0.24	1.04	1.30	0.65	0.70	
Teck	维护性	亿加元	1.4	1.7	2.3	2.3	1.9	1.6	锌业务 CAPEX
	开发性		0.0	0.5	1.5	1.2	0.1	0.3	
Boliden	维护性	亿克朗	98.0	54.3	60.8	40.0	45.0	45.0	矿业 CAPEX
	开发性					48.0	18.0	25.0	
MMG	CAPEX	亿美元	8.0	7.6	3.7	4.9	5.2	7.5-8	公司 CAPEX

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

此外，近期秘鲁总统大选也引发金属市场的关注。目前来看，两轮计票结束，自由秘鲁党候选人佩德罗·卡斯蒂略以微弱优势胜出，正式的选举结果将于验票程序完成后正式公布。市场此前担忧其主张对矿企加税将影响矿企的生产积极性，目前来看，其所在党派在国会中仅占 37 席，而大部分法案均需至少过半（66 席）赞成才能通过，分裂的国会使得激进的变革困难重重，但需要关注政府与矿企博弈对产量的潜在扰动。



## 2.2、冶炼端：抛储增加供应压力，警惕政策再生扰动

今年以来加工费逐步企稳，冶炼厂利润得到修复，且非计价金属的回收以及硫酸等副产品都能增厚利润，冶炼厂主观的生产积极性并不差。冶炼产能的制约主要在于原料供应和政策干扰。原料供应方面，随着矿端供应逐步恢复，春节后冶炼厂的平均原料库存天数持续回升，至5月已升至26天，原料端对冶炼厂的约束在逐步减弱。

事件干扰下，冶炼端的额外减量是上半年最大的超预期。3月中旬，内蒙古自治区发展改革委、工信厅、能源局印发《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》，受此影响，内蒙古地区铅锌矿企业及电解锌冶炼厂被要求当年能耗程度不得超过去年同期能耗水平。考虑到企业短期内难以通过改进工艺的方式明显降低单位能耗，这一措施实际上是在倒逼冶炼厂减产。措施落地后，区内部分冶炼厂受影响减停产，参考2020年的检修计划及实际产量，预计今年内蒙古锌冶炼产量在66万吨以内，政策带来的边际减量约2-3万吨。

图表8：内蒙古自治区内锌冶炼厂历史产量及检修情况

企业名称	产能 (万吨)	2019年产量 (万吨)	2020年产量 (万吨)	2020年检修情况	影响量 (万吨)
巴彦淖尔紫金有色金属有限公司	20	20.73	21.01	2月底-3月；8月中-9月中	1.32
呼伦贝尔驰宏	14	14	13	2月底-3月	1
内蒙古兴安铜锌冶炼有限公司	12.5	12.09	10.46	4月底至6月中旬	1.5
赤峰中色锌业有限公司	23	21.73	21.35	7-8月	1
总计	69.5	68.55	65.82		4.82

资料来源：SMM，东证衍生品研究院

进入5月，云南地区干旱少雨，江河来水持续下降，主力水库透支严重，且在煤炭价格高企的情况下，火电厂存煤持续下滑，发电量严重不及预期。此外，今年以来广东用电负荷保持高速增长，西电东送调减空间极为有限。在此情况下，5月10日起云南省内各地州用电企业开始应急错峰限电，锌冶炼厂按要求降负荷生产，6月中旬降水量增加后限电逐步缓解，影响时长一月有余。云南省为国内锌冶炼产能最集中的省份，省内锌冶炼产能共计120万吨，据测算，限电造成的精炼锌减量约2.5-3万吨。

抛储则是下半年最大的供应增量。6月16日，国家粮食与物资储备局发布公告，为做好大宗商品保供稳价工作，将分批投放铜、铝、锌等国家储备，已公布的第一批锌锭投放量为3万吨，约占国内锌锭月需求量的5%。考虑到每批抛储量可能会因当时的价格及供需情况有所调整，我们尝试给出全年抛储量的大致区间。统计了国储局历次抛收储后，我们认为国储局当前锌锭储备或在26万吨左右，这也构成了本次抛储的上限，若按每月抛2-3万吨，则7个月累计投放量约在15-25万吨。

图表 9：国储局历次抛收储统计

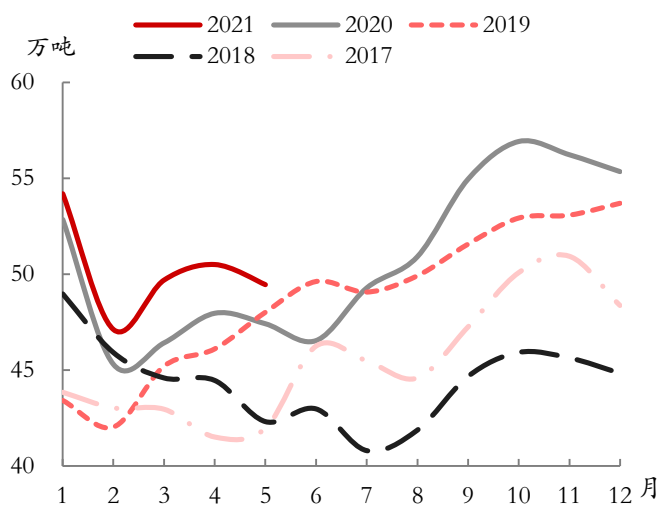
时间	事件	抛/收储量 (万吨)	收储/抛储
2009-01-14	国储局决定以 11900 元/吨价格，从 7 家国有冶炼企业处收购 5.9 万吨精炼锌，运费由冶炼企业支付。	5.9	收储
2009-02-01	收购精炼锌 10 万吨，收购价格 11500 元/吨。	10	收储
2010-11-09	标售 5 万吨精炼锌，平均成交价 19511 元/吨，折价 6%。	5	抛储
2012-11-15	收储 10 万吨精炼锌，收购价格 16000 元/吨，高于市场价 10% 以上。	10	收储
2013-03-15	宣布当日招标采购 5 万吨锌，锌中标价 15882 元/吨，较市场价高出 5%。	5	收储

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

在政策影响下，今年国内精炼锌的供应较年初预估出现了一定变化。上半年内蒙古和云南的政策扰动给冶炼端带来了 5 万吨左右的减量，而年中至年末的抛储则将带来 15-25 万吨的精炼锌供应。我们认为，尽管上半年来看政策影响的减量相对有限，但在碳中和的大背景下，未来仍需要警惕各省能耗政策调控对冶炼端的潜在干扰，尤其需要关注季末、年末等考核节点的各地政策变动。综合而言，我们将国内全年精炼锌产量预估下调 7 万吨至 648 万吨，考虑了抛储后，来自国内精炼锌供应共计 668 万吨。

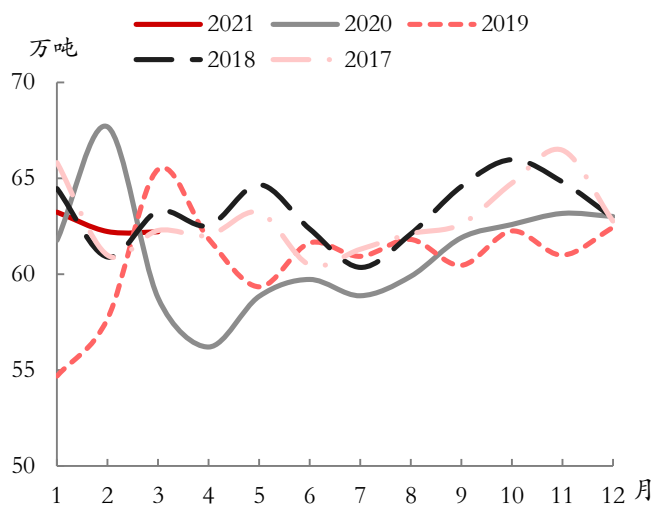
海外方面，据 ILZSG 统计，一季度精炼锌产量 187.7 万吨，与往年同期水平相当，企业层面，从一季报披露的数据来看，主要冶炼厂的生产整体维持正常，因此对于海外精炼锌全年产量，我们仍维持年初的预估。

图表 10：国内精炼锌产量月度数据



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

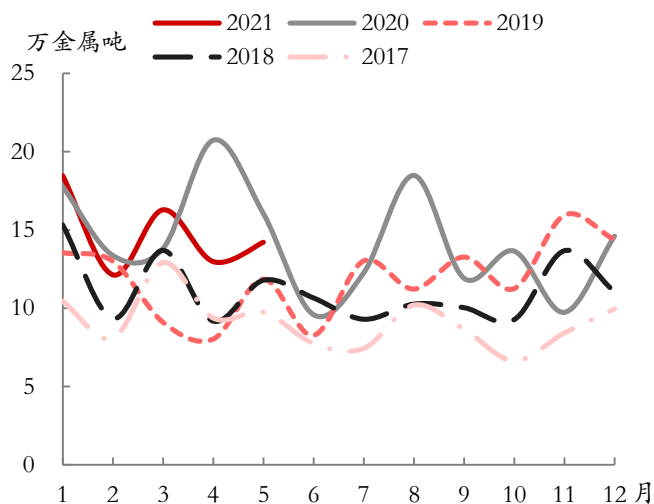
图表 11：海外精炼锌产量月度数据



资料来源：ILZSG，东证衍生品研究院

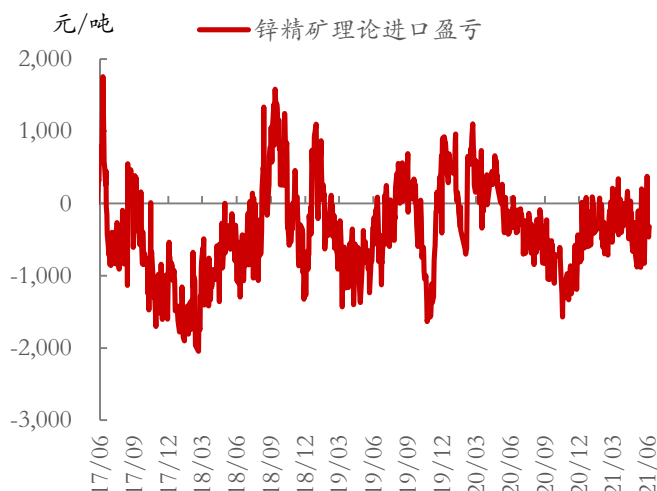
## 2.2、进出口与矿冶平衡

图表 12：锌精矿进口月度数据



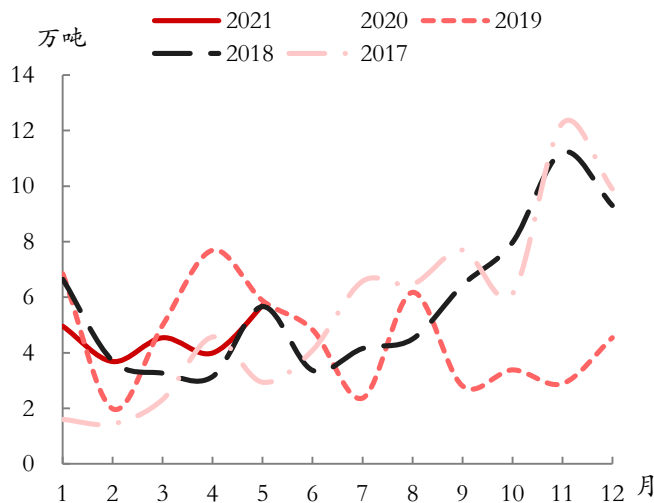
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 13：锌精矿理论进口盈亏



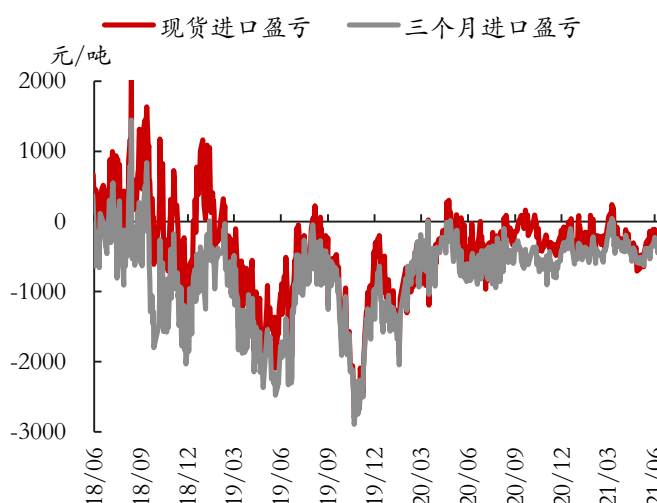
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 14：精炼锌净进口月度数据



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 15：精炼锌理论进口盈亏



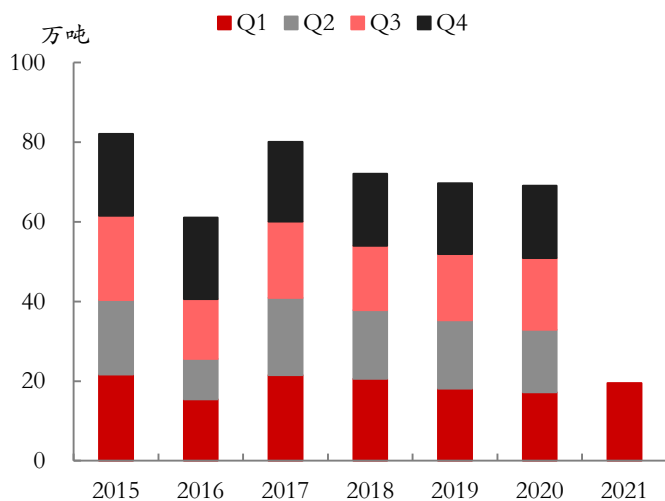
资料来源：Wind，Mymetal，东证衍生品研究院

锌精矿方面，随着海外供应的恢复，今年以来锌精矿进口的理论亏损逐步收窄至盈亏平衡附近。海关数据显示，1-5 月累计进口锌精矿 74.1 万金属吨，略低于 2020 年的 81.8 万金属吨。精炼锌方面，1-5 月累计净进口 22.9 万吨，同比去年大幅增长 65%，也超出了我们此前年报中的预估。整体来看，在国内外库存表现分化的情况下，沪伦比价表现坚

挺，3月、5月的两次冶炼端扰动使得矿和锭的进口窗口一度打开，带动锌元素整体进口量走高。而具体来看，上半年锌精矿进口量略不及预期而精炼锌进口量超出预期，主因国内冶炼产能受限于政策扰动，而海外冶炼端生产维持正常，部分锌元素在海外冶炼厂加工成精炼锌再流入国内补充供应。

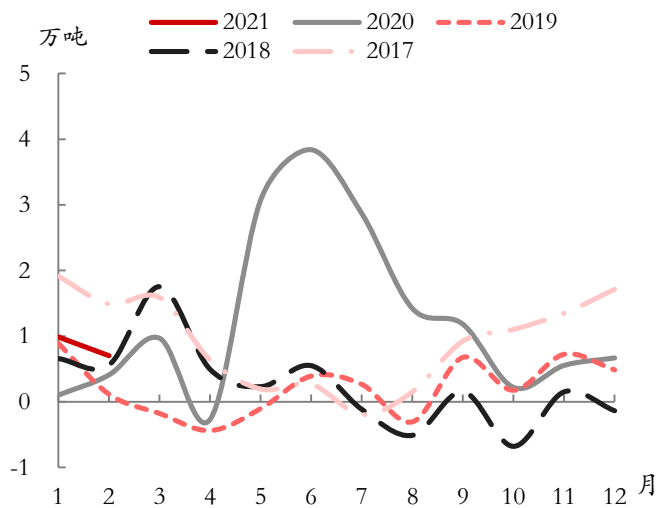
对于下半年，我们认为参照去年的情况，疫情导致的印度国内过剩出口后将对LME库存构成一定压力。印度国内的锌供应基本均来自Vedanta旗下的HZL，去年疫情期间，HZL冶炼厂受到的扰动较小，仅于3月封锁2-3周，全年产量69.1万吨，较2019年基本持平。但疫情对需求端冲击明显，使得印度全年过剩量骤增，据印度海关数据，2020年印度精炼锌净出口15.1万吨，而2019年全年净出口仅2.7万吨，这部分锌锭出口增加了LME的库存压力。今年印度疫情再度爆发，目前尚未听闻HZL生产出现异常，而需求端预计仍将受到明显抑制，尽管从新增确诊人数上来看本轮疫情高点已过，但今年的峰值远高于去年三季度的高点，预计今年印度仍将面临过剩，此部分库存的显性化将是外盘的一个潜在风险点。根据海内外库存表现的分化，我们预计下半年沪伦比仍将较为坚挺，锌元素整体进口量维持高位，考虑到下半年海外矿端供应进一步释放，同时国内抛储增加精炼锌供应，锌元素或将更多以锌精矿的形式进口，预计全年锌精矿进口量176万金属吨，精炼锌进口量43万吨。

图表 16: HZL (Vedanta) 精炼锌产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 17: 印度精炼锌净出口月度数据

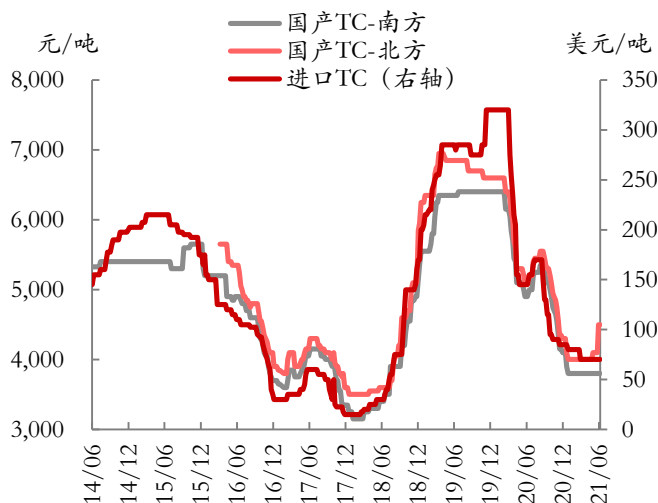


资料来源：印度海关，东证衍生品研究院

矿冶平衡方面，考虑到国内及海外的新增产能投产均存一定不确定性，我们小幅下调了全年锌精矿产量，锌精矿全年过剩收窄至11万金属吨。下半年来看，随着海外新增产能陆续投产，锌精矿供应将环比上半年有所增加，从价格表现来看，近期国产矿及进口矿从加工费均已企稳回升，据了解远月进口矿加工费报价也已出现明显上浮。分季度来看，7、8月为冶炼厂集中检修期，加工费预计将继续回升，但进入四季度后，冶炼厂冬

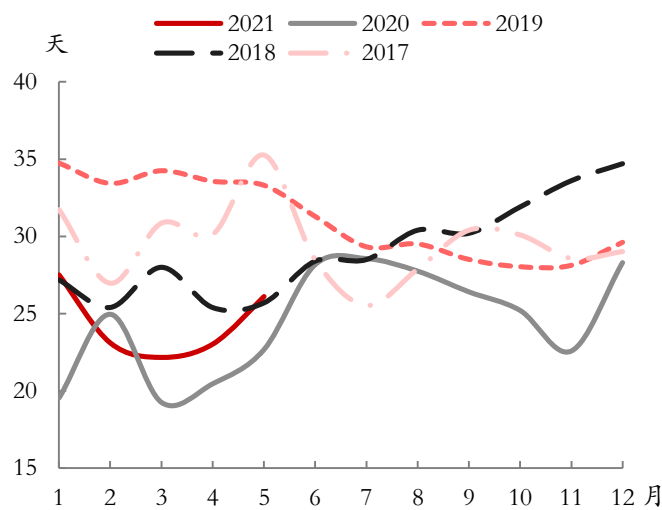
储会使得锌精矿供需季节性趋紧，预计加工费上行空间有限，下半年国产及进口矿的加工费运行中枢预计分别为 5100 元/吨和 110 美元/吨。

图表 18：国产及进口锌精矿加工费



资料来源：Mymetal，东证衍生品研究院

图表 19：冶炼厂原料库存天数



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 20：锌精矿供需平衡表

	万金属吨	2021E	同比增速	2020	同比增速	2019	2018	2017
中国	产量	423	0.7%	420	-1.4%	426	423	519
	进口量	176	2.3%	172	20.1%	143	133	93
	需求量	592	1.6%	582	2.5%	568	543	588
	平衡	7		10		1	13	23
海外	产量	875	6.7%	820	-5.8%	870	843	820
	需求量	695	1.5%	685	-2.1%	700	700	704
	平衡	180		135		170	143	116
全球	产量	1298	4.7%	1240	-4.3%	1296	1266	1339
	需求量	1287	1.5%	1267	0.0%	1268	1243	1292
	平衡	11		-27		28	23	46

资料来源：ILZSG，SMM，海关总署，东证衍生品研究院

### 3、需求端

今年以来，我们看到了宏观层面的专项债发行节奏偏慢、基建增速转弱，但同时也看到了持续去化的社会库存，在剔除了供应端的扰动后，表观消费表征的国内锌锭消费似乎并不差。那么上半年终端需求到底如何，下半年又将如何演绎？

### 3.1、基建增速虽已转向，但不宜过度悲观

今年1-5月基建增速同比高增10.4%，两年平均增速3.3%，但5月单月增速已回落至-3.6%，考虑到去年同期的高基数，后续基建名义增速面临进一步回落的压力。从资金端来看，上半年专项债发行进度偏慢，直至6月才有所提速，我们认为这主要是由于当前经济增长压力不大，而地方政府隐性债务压力明显，以及去年部分资金支出进度偏慢等因素。2021年预算安排新增地方政府专项债限额36500亿元，截至6月底剩余额度26175亿元，已使用额度28%。进入下半年，随着经济增长动能边际趋弱，专项债发行有望提速，支撑基建投资增速。对于全年基建投资增速，我们维持年报中3%的预估。

从项目的建设角度，基建投资和基建对上游原材料的需求拉动中长期来看趋势一致，但短期而言可能并不同步。我们统计了2020年初至今的国家电网招投标情况，国网订单中，铁塔、钢结构、钢管杆、钢绞线等均需镀锌，这里以体量最大的铁塔招标量做具体说明。按截标日期统计（即订单下发时间），2020年二季度，为了对冲疫情的负面冲击，国网的铁塔招标量为年内峰值，其次在年末再度出现招标高峰期，全年铁塔招标量176万吨，折合精炼锌需求约7万吨。截至6月底，2021年铁塔招标量98.7万吨，略高于去年同期，这与今年以来电力热力投资维持高增速互为印证。而以订单最后交货期统计，我们发现节奏上与招标口径有一定差异，交货的高峰期集中在去年末以及今年二季度，且整体的峰谷波动较为平缓。此外我们了解到，今年上半年由于原材料价格大幅上涨，部分订单有延期交货或毁单的情况发生，在此情况下，此部分订单实际落地到对原料需求的拉动所需的时间进一步延长。我们认为其他基建项目中可能也存在类似的现象，而随着监管层对大宗商品投机需求的打压，价格回归理性波动后，下游加工企业生产积极性回升，这一传导时滞有望缩短。

综合来看，我们认为尽管全年基建有边际放缓的压力，但下半年专项债发行提速后资金端对基建投资增速仍有支撑，且考虑到投资增速和对上游原材料需求拉动间的时滞，需求端的表现会相对更为平滑，我们对基建相关用锌需求并不悲观。



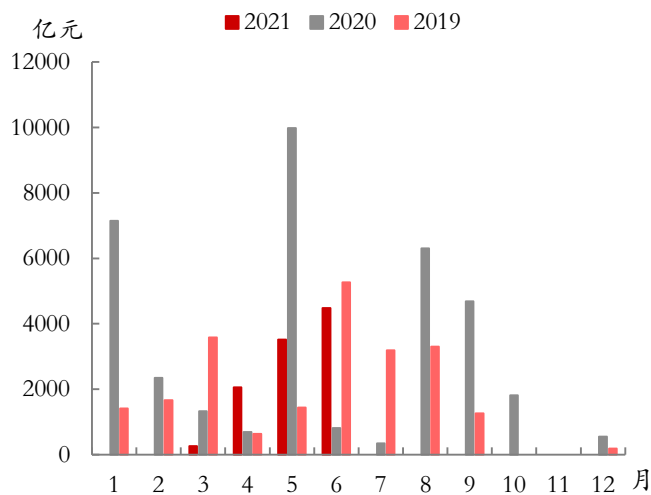
图表 21: 基建及三大分项累计同比增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

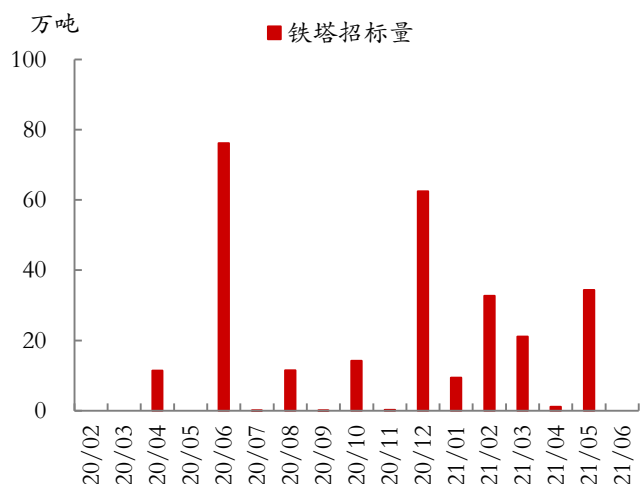
(注: 2021 年数据为两年平均增速)

图表 22: 新增专项债逐月发行规模



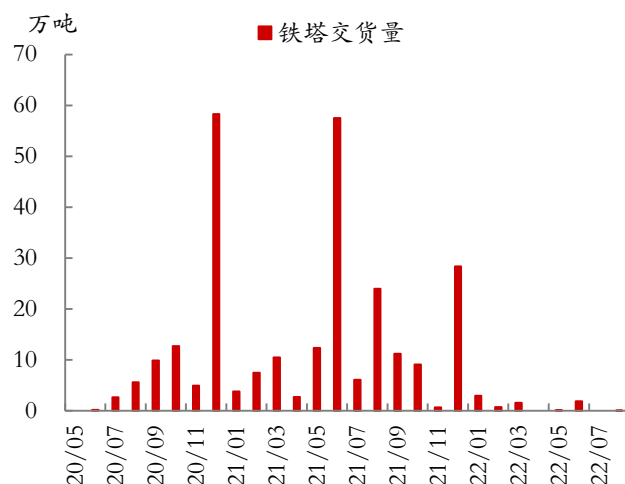
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: 国网订单 (按截标日期)



资料来源: 国家电网, 东证衍生品研究院

图表 24: 国网订单 (按最后交货期)



资料来源: 国家电网, 东证衍生品研究院

### 3.2、耐用消费品短期受限，中期仍有修复空间

据乘联会数据，1-5 月狭义乘用车产量为 804.2 万辆，两年平均增速-0.7%，这一增速低于我们年初的预期，主因芯片供应紧缺对车企生产的干扰。1-5 月狭义乘用车零售销量 832.9 万辆，两年平均增速 0.9%，说明随着经济和需求复苏，终端需求仍在持续恢复。产销分化带动乘用车库存进一步去化，当前乘用车库存已降至历史低位，仅 47.8 万辆。据 IHS Markit 的预测，随着芯片供应商产能的提升，全球汽车缺芯的问题有望自三季度

起逐步缓解。需求方面，连续三年负增长使得当前我国汽车产销基数偏低，今年以来促进汽车消费的政策不断出台，我们仍对终端需求保持乐观，此外，低库存下的行业主动补库存需求也值得期待。预计在供应端瓶颈缓解后，下半年汽车行业有望迎来恢复性增长，小幅下调全年乘用车产量增速至4%。

家电方面，据产业在线数据，二季度以来三大白电生产均明显转弱，空调、冰箱、洗衣机4月产量的两年同比增速分别为-5.3%、0.4%和-1.3%，1-4月累计产量各5578、2817、2145万台，两年平均增速分别为-1.6%、6.7%和0.3%。除了政策刺激对需求的提振空间有限这一因素外，今年以来钢材、铜、铝、塑料等原材料价格大幅上行，企业提价进一步抑制了终端需求，在此情况下，我们认为今年家电板块难有超预期表现。

图表 25：乘用车产量及销量累计同比增速



资料来源：乘联会，东证衍生品研究院

(注：2021 年数据为两年平均增速)

图表 26：乘用车库存变化

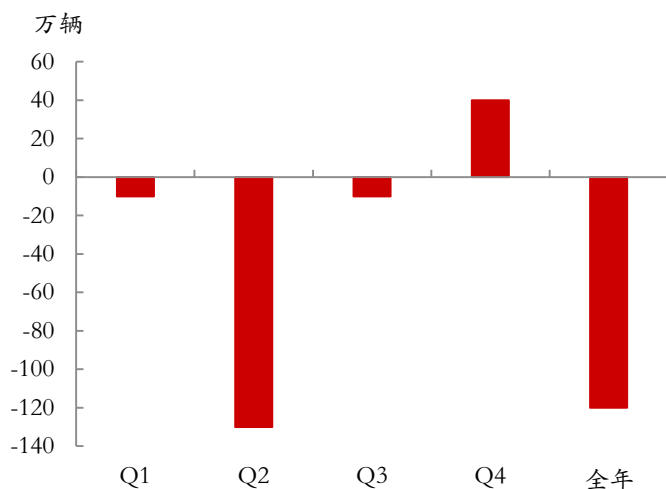


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

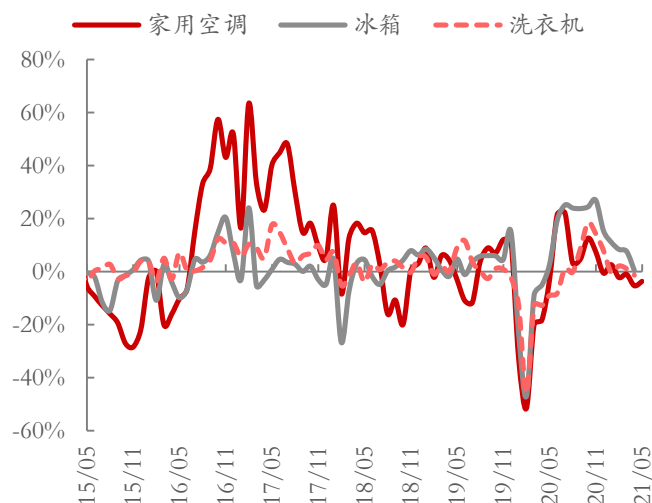


图表 27: IHS 关于芯片短缺对全球汽车产量影响的预测

图表 28: 白色家电产量当月同比



资料来源: IHS Markit, 东证衍生品研究院



资料来源: 产业在线, 东证衍生品研究院

(注: 2021 年数据为两年平均增速)

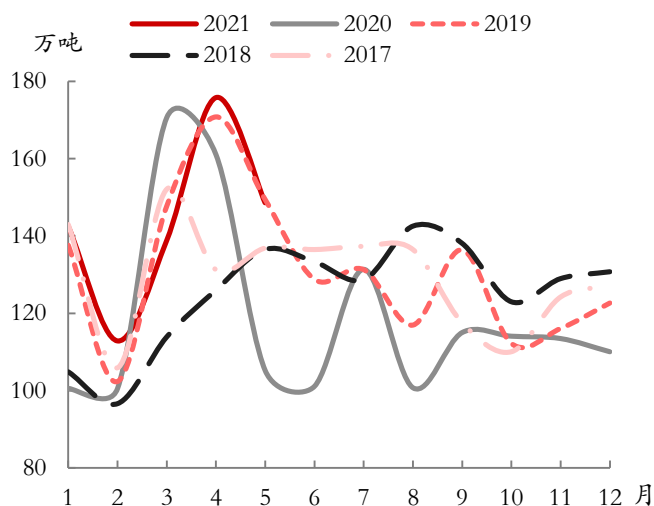
### 3.3、上半年涂镀出口超预期，下半年存隐忧

年初至今，初端下游产品的出口超出我们此前预期。海关数据显示，1-5 月镀锌板累计出口 437.6 万吨，彩涂板累计出口 280.9 万吨，同比增速分别为 16.9% 和 6.6%，均已恢复至疫情前水平。

除了海外复苏带动外需回升，我们认为印度疫情一定程度上加剧了东南亚市场的供应紧缺。具体而言，东南亚市场是全球钢材贸易最重要的市场，约占全球钢材贸易量的一半，东南亚市场的钢材来源国主要有中国、韩国、日本、越南、印度等，其中，中、韩、越南、印度等国在镀锌产品中存在一定竞争。从产业链的角度来看，随着近年来制造业向东南亚转移，其逐渐成为全球制造业中转地，越南等国进口原料和半成品，加工为产成品后出口全球，可以将其视为涂镀板的大型下游加工环节。从这个角度来看，二季度印度疫情爆发后，对东南亚市场出口的涂镀板减少，东南亚市场镀锌供应出现缺口，一定程度上解释了今年以来我国对东南亚地区涂镀出口同比高增。

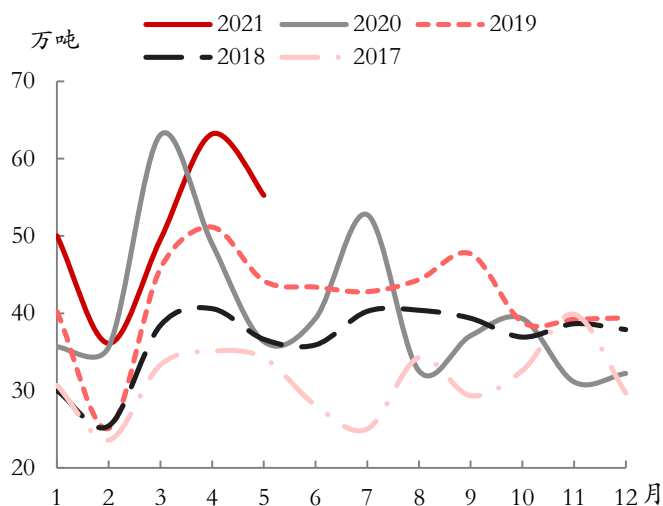
下半年来看，印度疫情峰值已过，后续物流恢复后对东南亚出口有望环比回升，与此同时，近期东南亚疫情扩散明显加快，未来需求端存一定不确定性，对中国出口的镀锌产品需求有环比收缩的风险。此外，尽管 5 月起生效的出口退税取消并未波及镀锌板的主要出口产品系列（72104900：宽度 $\geq 600\text{mm}$  热镀锌板；72106100：镀铝锌板），但在压减粗钢产量的大背景下，需要警惕关税政策进一步调整的风险。综合来看，我们认为下半年涂镀出口存一定边际转弱的风险，对于全年总出口，我们仍维持年报中较 2019 年持平的判断，同比增速约 10%。

图表 29：镀锌板及彩涂板合计出口数量



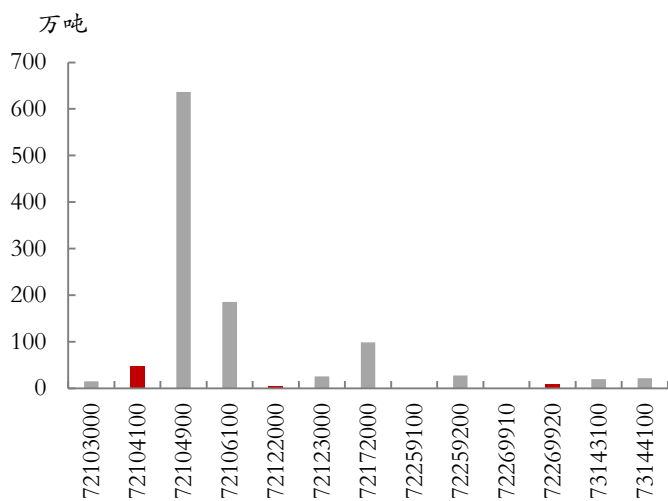
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 30：镀锌板及彩涂板合计出口数量（至东南亚）



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

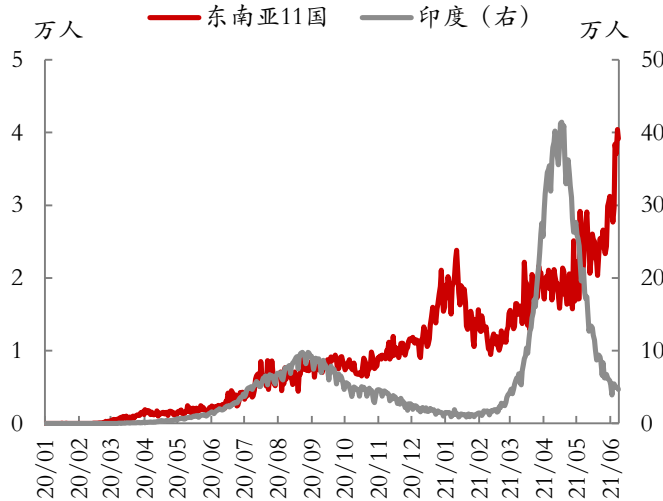
图表 31：镀锌产品出口量（标红表示已取消出口退税）



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

（注：纵轴为 2019 全年出口量）

图表 32：东南亚及印度当日新增确诊病例数



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

#### 4、投资建议

对于下半年的锌价走势，在美联储 6 月议息会议开始转向、锌精矿加工费企稳回升的大背景下，锌价下半年难有趋势性上行，二季度的价格大概率是年内高点。但我们也并不认为价格会出现断崖式下跌：

首先，从宏观层面来看，美联储 6 月会议表态偏鹰使得市场加息预期短期走高，有色板

块承压，而当前美国通胀与经济增长之间的错配将使得货币政策退出的难度增加，后续市场预期可能会依就业数据的表现而有所反复。此外，我们看到铜锌比由年初的 2.78 一度升至 3.46，铜锌走势的这一分化一定程度上反映了二者金融属性的差异，美联储开始转向后，价格中流动性定价的部分面临回调压力，而由于锌的金融属性偏弱，预计锌价的回调幅度相对有限。

其次，年初至今，市场对矿端供应恢复已有较为充分的预期，这部分预期也已在当前的价格中有所反映。但目前来看，国产矿年内难以贡献有效增量，海外部分增量产能存进一步延期的风险，基于此我们的平衡表中矿端全年的过剩量进一步收窄至 11 万金属吨，在此情况下，我们认为锌价仍将对矿端的扰动事件保持高度敏感。

第三，精炼锌供应方面，传言甚久的抛储已经落地，尽管分批次抛储使得总量仍存一定变数，但考虑到国储局当前的锌锭库存总量，预计抛储量在 15-25 万吨，抛储的利空也已被市场逐步消化。而另一方面，上半年内蒙能耗双控和云南限电已造成约 5 万吨的精炼锌供应减量，这两次事件实际上都是碳中和大背景下地方层面的政策干扰。尽管锌冶炼的能耗水平低于电解铝，但在碳中和的大背景下，我们认为下半年政策扰动的风险仍存，尤其需要关注季末、年末等考核节点各地政策的变动。

最后，对于下半年的需求我们并不悲观，尽管 5 月基建增速转弱，但 6 月起专项债发行提速将在资金端提供支撑，同时随着监管层对大宗商品投机需求的打压，原料价格回归理性后加工企业生产积极性恢复，基建投资增速和其对上游原料需求提振间的时滞有望缩短，全年基建板块对锌的需求预计仍将维持 3% 的同比增速。此外，尽管芯片短缺对汽车生产构成干扰，但下半年芯片产能提升后这一问题有望缓解，下半年汽车行业有望迎来恢复性增长。

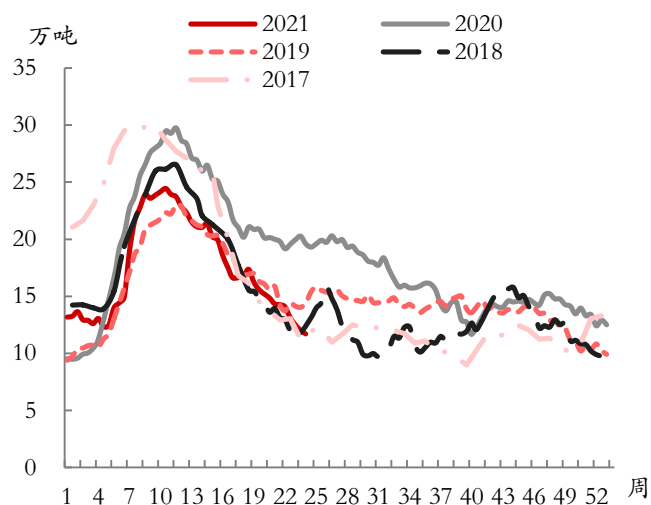
综合来看，我们认为下半年锌价走势整体偏震荡，节奏上来看或呈现前弱后强。供应恢复叠加季节性淡季，三季度将进入累库周期，同时加工费企稳回升，偏弱的基本面将使价格承压运行；进入四季度，旺季需求将对价格构成支撑，且届时海外矿的供应恢复情况将更加明朗，预期修正和事件扰动都可能推升锌价。策略角度，三季度建议以偏空思路对待，可待库存拐点出现后，在 22500 元/吨以上逢高布局多单，进入消费旺季后，消费有支撑的情况下，供应端的扰动有望带来反弹机会，建议以偏多思路为宜，可考虑在 19500 元/吨附近逢低试多。套利方面，尽管今年海外经济复苏将给外需带来更高的名义增速，但当前 LME 库存仍处于历史同期偏高水平，而国内方面库存处于低位且我们对需求并不悲观，在此情况下沪伦比大概率将维持震荡走势。而考虑到印度过剩对 LME 库存的压力，以及国内供应端潜在的政策扰动，下半年可能存在阶段性的跨市反套机会，建议投资者关注。

图表 33: 精炼锌供需平衡表

	万吨	2021E	同比增速	2020	同比增速	2019	2018	2017
中国	产量	668	5.7%	632	1.6%	622	567	616
	净进口量	43	-16.0%	51	-5.8%	54	69	66
	需求量	694	2.8%	675	1.8%	663	645	691
	平衡	17		8		13	-9	-9
海外	产量	748	2.2%	732	0.3%	730	759	755
	需求量	690	5.5%	654	-7.8%	709	727	728
	平衡	58		80		20	32	27
全球	产量	1416	3.8%	1364	0.9%	1351	1326	1371
	需求量	1384	4.1%	1329	-3.2%	1372	1372	1419
	平衡	32		35		-21	-46	-48

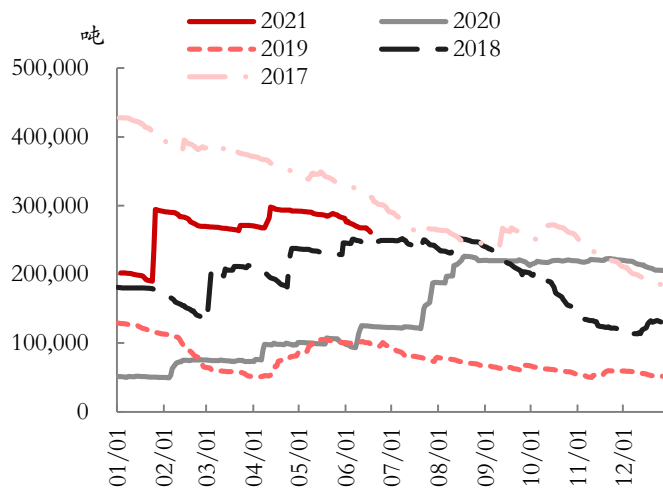
资料来源: ILZSG, SMM, 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 34: 国内三地锌锭社会库存



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 35: LME 锌锭库存



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 5、风险提示

海外矿山恢复超预期, 需求增速不及预期。

### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

## 分析师承诺

曹洋 陈祎莹

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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。本人不曾因，不因，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)