

# 锌:能源危机大涨逻辑下的"叛逆"

专题报告 2021年10月20日

张秀峰

有色研究员

投资咨询编号: Z0011152 从业资格号: F0289189 联系电话: 0571-28132619

邮箱:

zhangxiufeng@cindasc.com

楼家豪

有色研究员

从业资格号: F3080463 联系电话: 0571-28132516

邮箱:

loujiahao@cindasc.com

信达期货有限公司 CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天 人大厦19、20楼 全国统一服务电话: 4006-728-728

信达期货网址: www. cindagh. com

# 本文提要:

- 1. 就年度供需来看,全球精炼锌应该是处于供应过剩的状态,但当前欧洲经历能源危机,影响到了锌锭的产出,因此需要对平衡表做出一定的调整。新星公司宣布减产,影响产量约为 6.25 万吨。嘉能可同样宣布减产,但是未明确减产计划,以较坏的情况计算,同样减产 50%,影响产量大概在 7.5 万吨左右。调整平衡表后可得出结论,锌锭供应依然过剩。
- 2. 前期整个大宗商品市场处于牛市中时,有色板块早早的转入了窄幅的震荡状态,因此是有补涨需求的。这主要是由于,有色板块容易受到国际上财政政策的干扰,Taper预期出现之后,有色板块无法像大宗指数一样流畅上涨。但既然是补涨,应该不会持续太久。
- 3. 以欧洲地区电价上涨水平来看,平均电力成本大约会上涨 459-511 欧元/吨锌。结合当前汇率,在 LME 盘面此前震荡区间上沿 3130 美元/吨的基础上加上成本上移的程度 590 美元/吨约为 3720 美元/吨左右。此为电力成本抬升后锌价的理论值。盘面变动与此理论值较为契合,当前已经兑现利多,动能消耗殆尽。
- 4. 在欧洲电价继续维持高位的情况下,由于长周期来看 TC 价格本身就处于较低的位置, 冶炼厂会挺价 TC 价格, 使得利润不被进一步压缩, 在开工率和电力成本上升的博弈中寻找到一个平衡, 使得冶炼厂自身的利益最大化, 从而使得开工率得到稳定或小幅回升。锌价继续维持强势的可能性不大, 极有可能回吐部分涨幅。
- 5. 当前 LME 锌的库存所处位置虽中等偏下,但在周内有较为明显的库存逆季节性反弹的现象出现。而 LME 的现货升贴水也已经大幅下行,回到零轴附近。从历史同期来看已然处于中等偏低的位置,反应出现货市场中,锌锭并不短缺。综合两者的表现来看,短期内锌锭并不短缺。当然,后续还需要持续关注,及时应对变化。



# 1. 欧洲减产不改全球供应过剩

就年度供需来看全年全球锌应该是处于供应过剩的状态,但当前欧洲经历能源危机,影响到了锌锭的产出,因此需要对平衡表做出一定的调整。因为电价高企主要影响的是产量,所以仅对供应端做出调整。新星公司宣布减产,其2020年产量60万吨左右,减产力度为50%,而2021年剩余时间约为2.5个月,影响产量约为6.25万吨。嘉能可同样宣布减产,但是未明确减产计划,以较坏的情况计算,同样减产50%,影响产量大概在7.5万吨左右。其他冶炼产能暂时没有传出减产消息,暂不纳入影响计算。得出的结论是锌锭供应依然过剩。所以从较长的周期来看,锌锭长期处于供应过剩的状态,本次暴涨必不长久。

表一:全球锌供需平衡

全球锌供需平衡								
	2020	2021	2021 (调整后)	2022	2023			
精矿产量	12487	13167	13167	13590	13726			
增速	-3. 10%	5. 40%	5. 40%	3. 20%	1. 00%			
锌精矿供需平衡	-427	235	235	366	309			
锌金属产量	13731	13938	13800.5	14303	14557			
增速	2. 50%	1.50%	0. 51%	2. 60%	1. 80%			
锌金属消费	13228	13755	13755	14073	14344			
增速	-4. 60%	1. 00%	1.00%	2. 30%	1. 90%			
供需平衡	503	183	45.5	230	213			

资料来源: Wood Mackenzie, 信达期货研发中心

# 2. 补涨需求不可持续

本轮有色金属板块上涨的逻辑还是比较清晰的,前期当整个大宗商品市场处于牛市中时,有色板块早早的转入了窄幅的震荡状态,因此是有补涨需求的。通过南华商品指数我们可以发现,大宗商品依然处于上升通道当中。但是南华金属指数从 5 月份开始就陷入了一个震荡的态势之中。这主要是由于,有色板块作为大宗商品中较为国际化且金融属性较强的一个板块,经常会受到国际上财政政策的干扰,导致 Taper 预期出现之后,有色板块无法像大宗指数一样流畅上涨。

铜和锌作为有色板块当中最为国际化的品种,之前也受到最强的国际宏观的干扰,因此其走向也就和整个有色板块的商品指数更为相近,之前皆呈现窄幅震荡的走势。从当下的局面来看,本轮有色板块的走强是从锌开始的,继而蔓延到整个板块。而作为整个板块中,同样处于窄幅震荡却拥有更高地位的铜,自然也会是板块中分到红利最多的品种,当然反应到基本面上,两者上涨基于的逻辑略有不同。



# 3. 电力成本抬升的动能已经消耗殆尽

本轮锌价上涨的核心逻辑在于能源危机下,欧洲电价大幅飙升,从而抬升了锌锭冶炼的电力成本,新星和嘉能可因此宣布减产。一下尝试对欧洲地区电价的大幅上涨带来的影响做出比较量化的判断。下表中采用欧洲电力现货交易所(EPEX SPOT)每日收盘价格。EPEX SPOT 是欧洲最大的电力现货交易所一,隶属于欧洲能源及大宗商品交易中心(EEX集团),运营范围约占欧洲总能源消耗的1/3以上。而欧洲地区产能占比较大的为挪威,比利时芬兰,德国,西班牙和俄罗斯,分别占比1.0%,1.89%,2.0%,1.19%,3.80%和1.53%。其中俄罗斯受到本次能源危机影响较小,未见电价上涨的消息,因此不纳入计算。

图 1: 欧洲各国当前电价水平

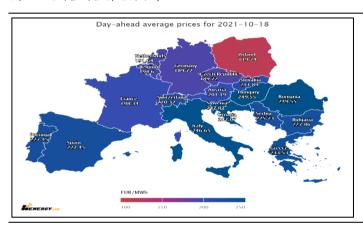
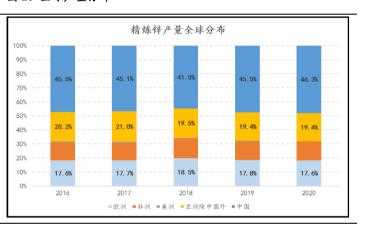


图 2: 全球产量分布



资料来源: EREX SPO, EnergyLive, Wind, 信达期货研发中心

表中采用加权平均的算法,可以看到去年同期以产能占比作为基础的加权平均电价仅 41.09 欧元/MWH,而截至 2021 年 10 月 18 日,电价已经上涨至 180.27 欧元/MWH,同比上涨 139.17 欧元/MWH,同比上涨率达到 338.70%。再生锌相对来说耗电较多,大约在每吨 4000KWH-4300KWH;而原生锌冶炼耗电量相对稍少一些约为 3000KWH-3400KWH之间。而锌的冶炼当中再生锌的占比在全球范围中占比约为 30%,原生锌约占 70%。以欧洲地区电价上涨水平来看,平均电力成本大约会上涨 459-511 欧元/吨锌。当前欧元兑美元的汇率为 1.16,在 LME 盘面此前震荡区间上沿 3130 美元/吨的基础上加上成本上移的程度590 美元/吨约为 3720 美元/吨左右。这也就与 LME 盘面的上涨水平比较契合。此前由于欧洲地区锌锭的产量占比超过全球 19%,2020 年总产量达到 240 万吨,而新星公司和嘉能可分别拥有产能 70 万吨和80 万吨,两者接连宣布减产,使得盘面接连涨停。但在盘面上涨大幅超过前文所述理论值的情况下,盘面开始回归理智,迅速的回调。也就是说盘面上的锌价基本已经完成了本轮利多消息的消化过程,动能已经消耗殆尽了。



#### 表二:欧洲电价上涨水平及对锌成本影响

欧洲电价上涨水平及对锌成本影响								
EUR/MWH	产能占比	2020-10-19电价	2021-10-18电价	同比变化量	同比变化率			
挪威	1%	20. 57	134. 89	114. 32	555. 8%			
比利时	1.89%	44. 6	194. 6	150. 00	336. 3%			
芬兰	2%	55. 52	94. 13	38. 61	69. 5%			
德国	1.19%	44. 64	189. 72	145. 08	325.0%			
西班牙	3.80%	36. 04	227. 45	191. 41	531.1%			
加权平均电价		41. 09	180. 27	139. 17	338. 7%			
吨锌耗电原生3000度,再生4000度		135. 60	594. 88	459. 28	338.7%			
吨锌耗电原生3400度,再生4300度		150.80	661.57	510.77	338.7%			
*俄罗斯产能约占全球1.53%,但电价受影响较小,未纳入计算								
**计算中原生锌占比70%,再生锌占比30%								

资料来源: EREX SPO, EnergyLive, 信达期货研发中心

# 4. TC 价格回暖修复冶炼利润, 从而推高开工率

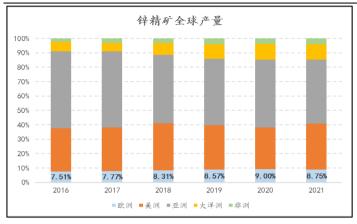
当然,需要指出的是该理论值是建立在冶炼厂利润率不变的情况下。而之后的情况很可能是**锌精**矿减产力度不能达到与冶炼厂相似的水平,TC价格必然会上行,从而使得冶炼厂的静态冶炼利润上行,继而遏制住冶炼厂利润继续恶化的程度,摊薄由限电带来的成本抬升。

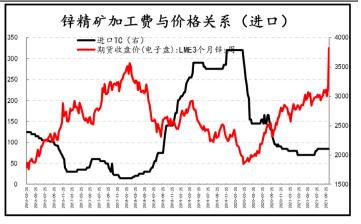
在下图中可以看到,欧洲的锌精矿产量在全球中的占比是比较低的,2020 年全年仅占全球锌精矿产量的 9.00%,而 2021 年上半年更有下降,仅剩 8.75%。因此欧洲本土电价的高企对于锌精矿的全球产出来说影响远远不及对于精炼锌的产量影响。那么全球来说,在矿端与冶炼厂对于冶炼加工费的博弈当中,以冶炼端占主导地位。由于长周期来看 TC 价格本身就处于较低的位置,而欧洲现在是电价上升而非直接限电,所以冶炼厂会挺价 TC 价格,使得利润不被进一步压缩,在开工率和电力成本上升的博弈中寻找到一个平衡,使得冶炼厂自身的利益最大化,从而使得开工率得到稳定或小幅回升。那么电解锌的供应也会受到一个小幅的修复,至少不太容易继续恶化。因此从这个维度来分析,锌价继续维持强势的可能性不大,极有可能回吐部分涨幅。



图 3: 锌精矿全球产量分布

图 4: TC 价格与 LME3 个月锌期货收盘价关系





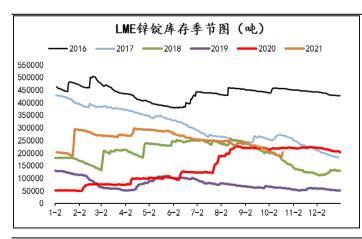
资料来源: ILZSG, Wind, Mysteel, 信达期货研发中心

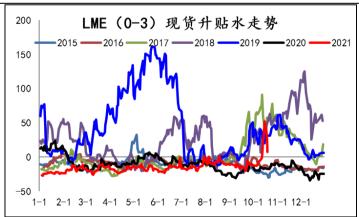
# 5. 库存与升贴水不支持锌价持续上升

后续还需要持续关注库存和基差指标。当前 LME 的库存所处位置中等偏下,但是历史上 10 月中旬至 11 月中旬期间,锌的 LME 交易所库存基本都是下降的趋势,而锌在周内有较为明显的库存逆季节性 反弹的现象出现。反应出库存方面并不缺。而 LME 的现货升贴水也已经大幅下行,回到零轴附近。从历史同期来看已然处于中等偏低的位置,反应出现货市场中,锌锭并不短缺。综合两者的表现来看,短期内锌锭并不短缺。当然、后续还需要持续关注、及时应对变化。

图 5: LME 锌锭全球库存

图 6: LME0-3 升贴水季节图





资料来源: Wind, 信达期货研发中心



# 重要声明】

■ 报告中的信息均来源于公开可获得的资料,信达期货有限公司力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险,入市需谨慎。未经信达期货有限公司授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

#### 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司,系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》,浙江省工商行政管理局核准登记注册(统一社会信用代码:913300001000226378),由信达证券股份有限公司全资控股,注册资本5亿元人民币,是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位,为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位,为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

#### 【全国分支机构】

