

2020年12月4日 星期五

## 供应端支撑逻辑仍存 锌价回调空间有限



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

### 要点

●供应端来看，因韦丹塔南非矿延续停产及国内北方暴雪限制矿山产出，加剧了短期锌矿供应紧张程度，原料偏紧预期或延续至明年一季度。12月国内加工费连续三月大幅下滑，进口矿加工费维稳但处低位，12月炼厂检修增加，少数因原料紧缺减产，多数为常规检修，预计精炼锌供应平稳，但市场情绪面得以提振。

●下游北方环保限产的影响边际走弱，但高寒天气限制户外作业且合金内需转弱，初端仍处季节性淡季，不过现货维持高升水，且社会库存存止跌迹象。终端基建增速有所恢复，地产销售增速大幅走扩，汽车延续向好态势，家电增速放缓，总体看需求仍具较强韧性。

●整体来看，当前美国大选落地，疫苗遍地开花，加之美国财政刺激协议有望达成，国内经济数据延续向好，宏观氛围偏暖。同时锌供应端支撑逻辑加强，需求韧性十足，基本面偏乐观。盘面看，因前期期价涨势过猛，短期资金高位止盈显著，但宏观及基本面支撑仍存，预计期价回调空间有限，12月或区间20500-22000元/吨运行。

风险提示：市场风险偏好回落，矿端紧缺预期转弱

## 目录

一、锌市场行情回顾 .....	4
二、锌基本面分析 .....	4
1、海外矿山意外事故增加原料紧缺程度 .....	4
2、加工费延续下滑态势 .....	6
3、炼厂利润有所修复，12月部分常规检修 .....	7
3、初端仍处消费淡季 .....	9
4、终端消费板块韧性较强 .....	11
6、社会库存低位累积，LME库存高位徘徊 .....	13
三、总结与后市展望 .....	14

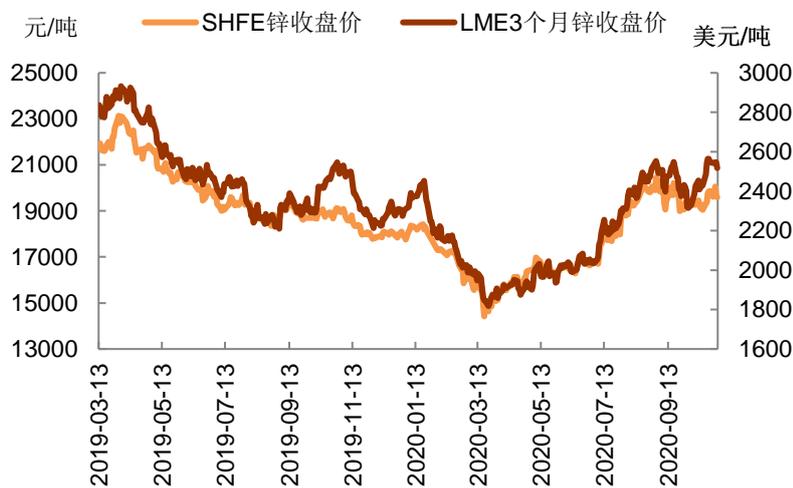
## 图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 全球锌矿月度产量 .....	5
图表 3 全球锌市月度供需情况 .....	5
图表 4 海外主要矿山年度产量指引情况（万吨） .....	5
图表 5 国内锌矿产量情况 .....	6
图表 6 国内矿山开工率情况 .....	6
图表 7 国产加工费连续三月大幅下滑 .....	7
图表 8 锌矿进口量环比回升 .....	7
图表 9 国内精炼锌产量 .....	8
图表 10 国内炼厂利润情况 .....	8
图表 11 进口量或延续环比增加 .....	8
图表 12 进口亏损扩大 .....	8
图表 13 国内炼厂检修情况（万吨） .....	9
图表 14 国内镀锌板产量 .....	10
图表 15 国内镀锌板价格情况 .....	10
图表 16 镀锌企业开工率 .....	10
图表 17 压铸锌企业开工率 .....	10
图表 18 氧化锌企业开工率 .....	10
图表 19 基建增速恢复 .....	12
图表 20 10 月政府专项债的加速发行 .....	12
图表 21 投资增速创新高，竣工面积同比转正 .....	13
图表 22 汽车产销延续两位数增长 .....	13
图表 23 10 月家电端整体增速放缓 .....	13
图表 24 上期所库存小幅下滑 .....	14
图表 25 LME 库存高位徘徊 .....	14
图表 26 社会库存低位累积 .....	14
图表 27 保税区库存低位运行 .....	14

## 一、锌市场行情回顾

11月份，沪锌主力换月至2101合约，期价呈现震荡上行的走势。月度涨幅达10.44%，主要受宏观及基本面共振的作用。宏观面来看，美国大选不确定性解除、各种疫苗利好消息不断，美元指数震荡回落。加之中国加入全球最大自贸区RECP，国内11月经济数据延续向好的态势，均提振市场风险偏好，基金属及A股有色板块联动走强。基本面来看，月中韦丹塔南非矿山突发事故停产，加剧了锌矿供应紧张的格局，加之下旬传言国内炼厂检修增加，进一步提振市场情绪，锌价不断突破上方压力位，刷新年内新高点，截止至11月30日，主力收于21535元/吨。外盘方面，伦锌走势类似于沪锌，月度涨幅达10.35%，收于2778.5美元/吨。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 二、锌基本面分析

### 1、海外矿山意外事故增加原料紧缺程度

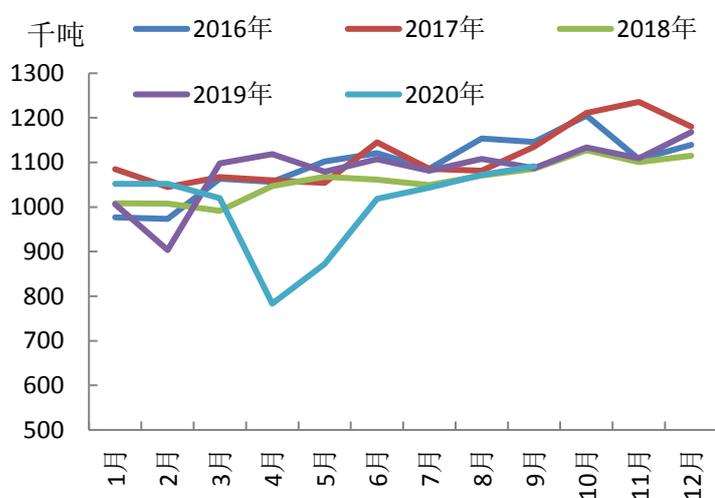
今年以来突发的疫情扰乱了全球锌矿增长的节奏，全年增量大幅下修。不过疫情仅后延了锌矿的供应释放，中长期看全球矿仍处于增产周期中。从ILZSG最新预计来看，2020年全球锌矿产量将下降4.4%至1233万吨，2021年将增长6.6%至1314万吨。2020年全球精炼锌产量将增长0.9%至1,360万吨，2021年预计将增长2.9%至1399万吨。2020年全球精炼锌需求将下降5.3%至1,298万吨，2021年将上升4.2%至1,352万吨。2020年全球精炼锌的供应过剩62万吨，2021年供应过剩续46.3万吨。

从全球锌最新供需情况来看，9全球锌矿产量109.13万吨，同比增加0.38%，环比增1.76%，

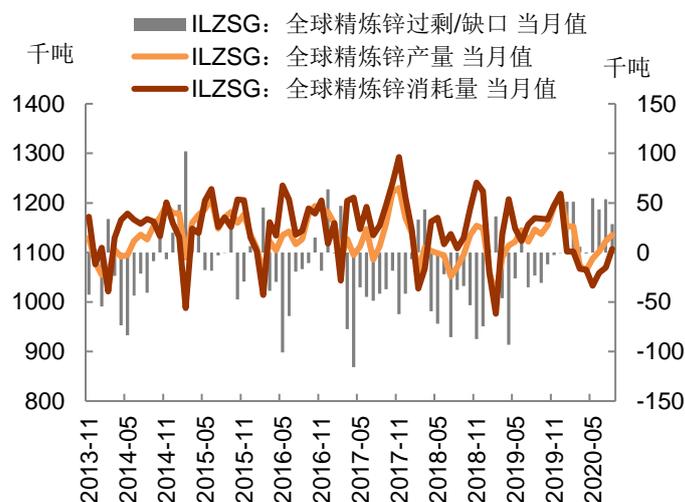
环比增速收窄。1-9月累计产量888.6万吨，累计同比减少7.02%。9月精炼锌产量115.17万吨，消费量111.86万吨，过剩扩大至3.31万吨。1-9月精炼锌累计产量997.7万吨，累计消费量954万吨，供应过剩量为43.7万吨，而2019年同期为供应短缺19.7万吨。由此可见，受疫情反复影响，消费端恢复较为缓慢。

9月份以来，海外疫情二度爆发，但尚未对锌矿供应端构成实质性影响。不过，11月17日，Vedanta集团旗下南非的Gamsberg矿山意外塌方，Gamsberg去年锌精矿产量10.2万金属吨。据了解截至目前，该矿山仍未回复生产。海外矿山意外事故进一步加剧了锌精矿原料紧张的情况，预计供应端紧张程度或延续至明年一季度。

图表2 全球锌矿月度产量



图表3 全球锌市月度供需情况



数据来源: ILZSG, 铜冠金源期货

图表4 海外主要矿山年度产量指引情况 (万吨)

	2019年	2020年E	备注
TECK	64	56-60	较先前指导产量下调4万吨
MGG	25.4	22.5-24.5	
嘉能可	90.9	113-119	较先前指导产量下调10万吨
Nexa	36.09	33.8-37.5	
Trevail	18.93	20.3-21.9	
Lunding	18.79	14.2-15.2	Neves-Corvo 较先前生产指引下调
Hudbay	11.91	10.5-12.5	
新世纪资源	9.3	14-16	

数据来源: 上市公司财报, 铜冠金源期货

## 2、加工费延续下滑态势

年初预计今年国内锌矿供应增量在10万吨左右，但疫情拖累了新增矿山的建设进度，同时一季度锌价大跌冲击部分矿山生产成本，导致的部分矿山减产，故将今年矿山增量下修至4-5万吨。

SMM调研了解，10月锌精矿产量为 31.79 万吨，环比上升 2.5%，同比下降 9.2%。10月白音诺尔、国森矿业等检修后恢复正常生产贡献一定增量，同时宝山矿业已进入复产周期开始投料生产，产出有望逐步增加。11月，部分新疆、内蒙、青海等高寒高纬度地区矿山计划自下旬逐步停产。同时，11月中旬北方地区大雪，影响内蒙等高寒地区矿山开采和运输，贡献一定减量。但多数大型矿山均已做好保暖措施，将维持正常生产状态。预计11月产量持平于10月，同比仍有下滑。

从加工费来看，数据显示：12月国产锌矿加工费报收4300-4500元/吨，均值环比减少400元/吨；进口矿加工费报收70-90美元/吨，均值环比持平。国产矿加工费连续三个月大幅下滑，进口加工费也处于低位，显示原料持续处于较为紧张的状态。

最新海关数据显示，10月进口锌精矿共为30.34万吨，环比增加了3.9万吨，同比增加5.3万吨。分国别来看，秘鲁进口9.07万实物吨，环比大幅回升，占10月锌精矿进口总量的29.9%，位居第一位；澳大利亚进口6.92万实物吨，占10月锌精矿进口总量的22.8%，位居第二位；西班牙进口2.85万实物吨，占10月锌精矿进口总量的9.4%，位居第三位。1-10月累计进口锌精矿实物量328.14万吨，同比增长31.2%。11月，Gamsberg矿山停产，海外矿产再遇减量，预计进口锌精矿量维持30万实物吨左右。

图表 5 国内锌矿产量情况

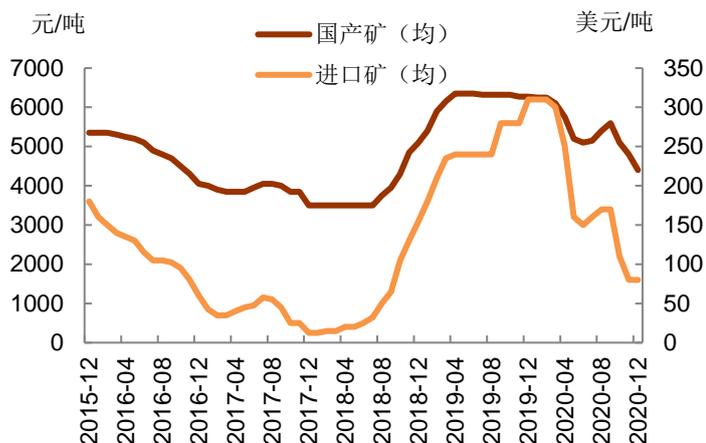


图表 6 国内矿山开工率情况

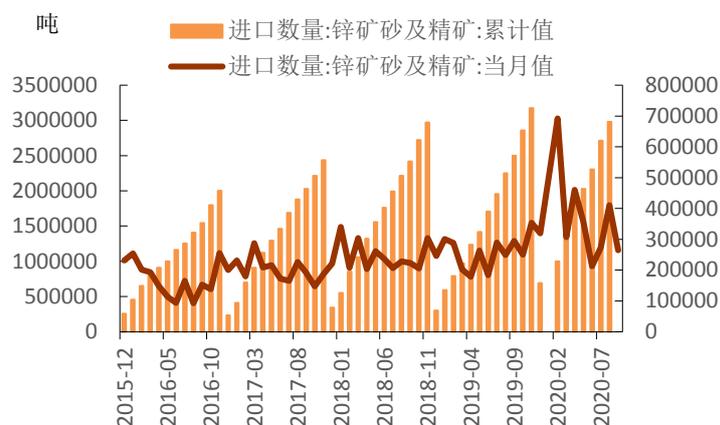


数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表 7 国产加工费连续三月大幅下滑



图表 8 锌矿进口量环比回升



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

### 3、炼厂利润有所修复，12月部分常规检修

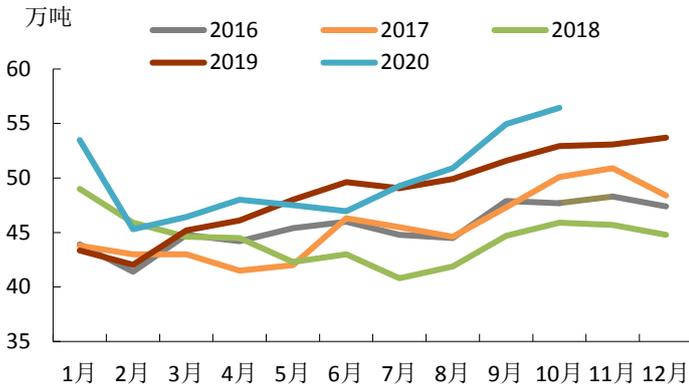
据SMM数据显示，10月精炼锌产量56.92万吨，环比增速3.59%，同比增速7.56%。1-10月累计精炼锌产量498.8万吨，累计同比增速4.42%。此前，市场炒作冶炼厂集中减产，但10月除陕西地区炼厂小幅减产外，其他地区炼厂生产比较稳定，部分炼厂年底冲量，产量增量基本符合9月预期。进入11月，陕西及云南地区部分炼厂计划检修及减产，另新疆紫金11月1日开始试投产，但产品析出还需时间等待，预计精炼锌产量环比减少1万余吨至55.92万吨。

从冶炼厂利润情况来看，一季度炼厂利润情况不佳，随着3月底锌价触底反弹，炼厂利润逐步向上修复。9月起加工费大幅下滑，炼厂利润有所挤压，但随着锌价不断刷新年内新高，炼厂利润逐步修复，目前仍维持较为可观的利润水平。

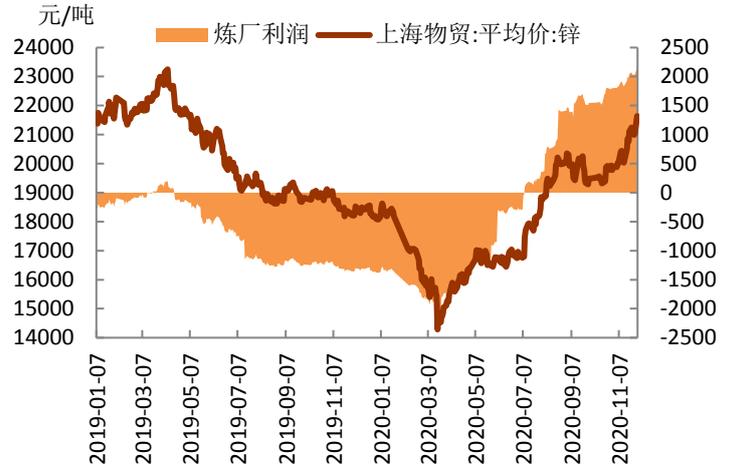
受原料紧缺的影响，市场不断传言有冶炼厂减产，据最新调研了解，12月检修企业增加，不过除汉中锌业与罗平锌电因为锌矿供应问题进行检修，其他冶炼厂主要是常规检修，预计影响量在1.5万吨左右。

进出口情况，海关数据显示，10月进口精炼锌6.43万吨，同比上升57%，环比增加45%，1-10月累计进口42.22万吨，同比下降19.9%。目前进口窗口仍然维持关闭，保税区锌锭到港量增加，预计11月进口量会重回4-5万吨。

图表 9 国内精炼锌产量



图表 10 国内炼厂利润情况

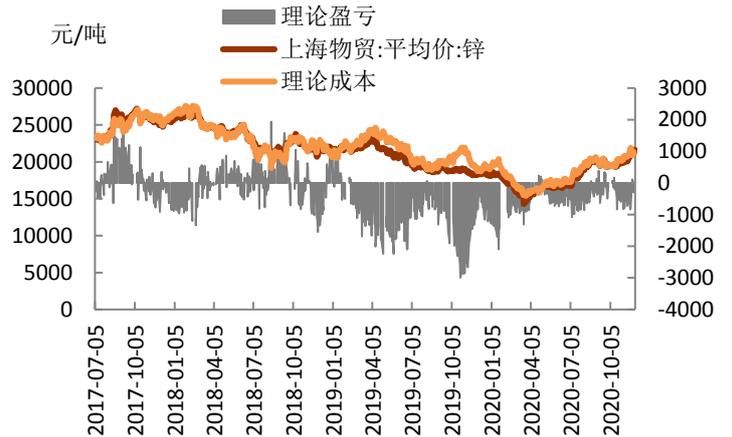


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表 11 进口量或延续环比增加



图表 12 进口亏损扩大



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

**图表 13 国内炼厂检修情况（万吨）**

企业名称	时间	备注	影响产量
汉中锌业	11 月	原料偏紧，下调产量	3000
罗平锌电	11 月	原料偏紧及枯水期四条线轮检，检修持续至明年 2 月	1800
湖南轩华	11 月	设备临时抢修，影响 4 天产量	700
赤峰中色	11 月	11 月底因大雪影响原料运输，略有减产	1000
总计			6500
株冶集团	12 月	12 月常规检修，时间未定	4000
文山锌铟	12 月	12 月底常规检修，时间未定，有延期可能	1000
四环锌锗	12 月	减产 15%，时间未定，常规检修	3000
云南铜业	12 月	12 月 26 日常规检修，20 天，影响量 285 吨/日	1425
总计			9425

数据来源：SMM，我的有色，铜冠金源期货

### 3、初端仍存消费淡季

锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。其中镀锌用途广泛，需求量大，是驱动锌需求的重要动力。镀锌产品耐腐蚀性优越，环保无公害，产品性能稳定，易焊接，广泛应用于建筑行业（阳台面板、卷帘门、雨水管道等）、家用电器（冰箱、洗衣机、空调等）、家具行业（灯罩、衣柜、桌子等）、运输行业（汽车外壳、车厢板、集装箱、轮船隔仓板等）等。

今年在终端基建需求持续向好的带动下，镀锌企业开工率同比处于偏高水平。进入 11 月份，需求步入传统淡季。最近调研情况来看，黑色系商品价格高位震荡，锌价也偏强运行，镀锌板企业采买意愿转弱。镀锌结构件方面，华中及华南地区受气温影响较小，光伏、电力铁塔等板块的订单维持相对稳定，镀锌管订单也逐步转好。华北地区来看，天津地区环保影响逐步减弱，但东北及内蒙等地区暴雪肆虐，导致户外开工受限，叠加锌价高位震荡，镀锌结构件订单有所走弱。

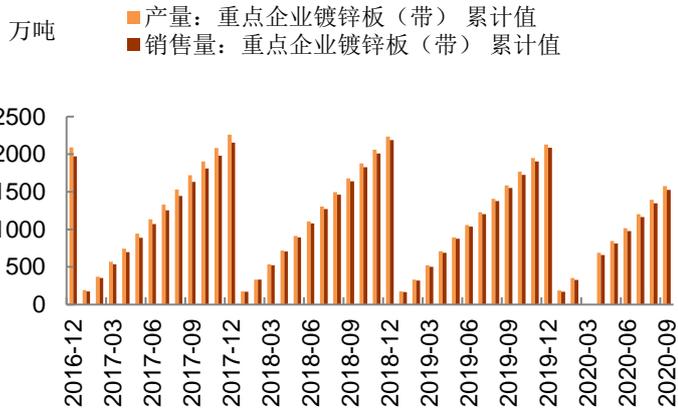
压铸锌合金方面，因锌价震荡上行，下游备货需求不大。目前国内合金的终端企业对价格较为敏感，订单多跟随价格波动。外需方面，东南亚、南非地区的摩托车等机动车配件企业，及海外锁具五金企业带动合金出口订单环比增加，欧美圣诞节等西方传统节日订单量不及往年。

氧化锌方面，年末是汽车行业传统旺季，汽车全钢胎及半钢胎的开工率再度小幅反弹，带动氧化锌企业的订单需求，不过海外疫情发酵下电子板块订单小幅回落。

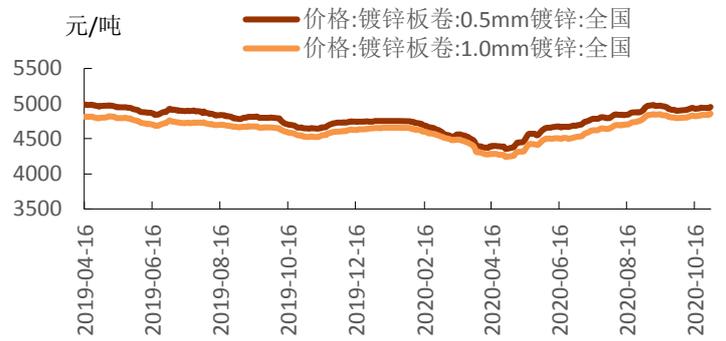
整体来看，环保对镀锌板块影响减弱，但严寒天气限制北方户外作业，压铸锌合金受内需下滑及冶炼厂合金竞争有所转弱，但氧化锌板块在轮胎旺季的带动下延续向好态势，需求

有所转弱但仍处正常范围。

图表 14 国内镀锌板产量

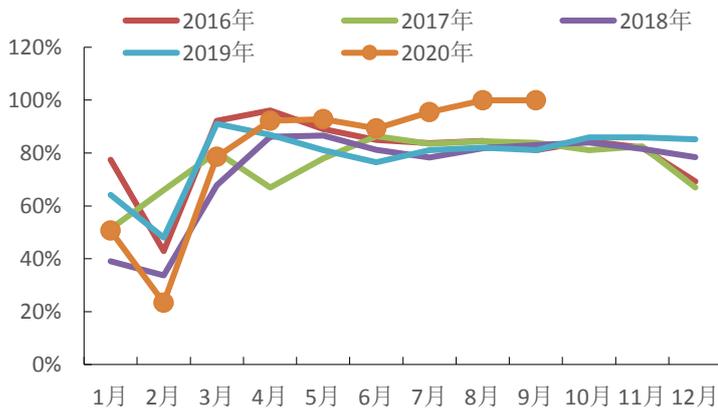


图表 15 国内镀锌板价格情况

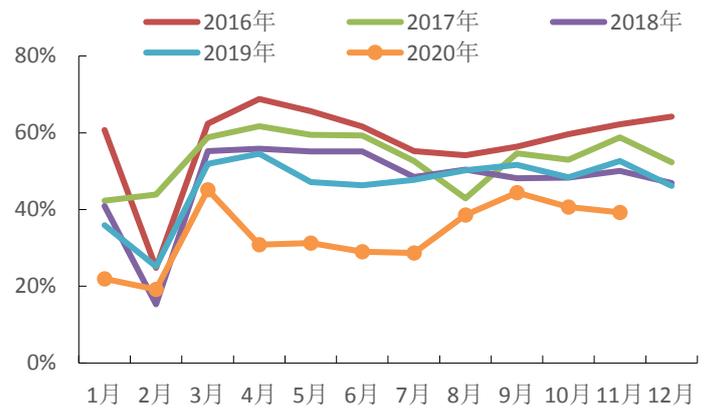


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 16 镀锌企业开工率

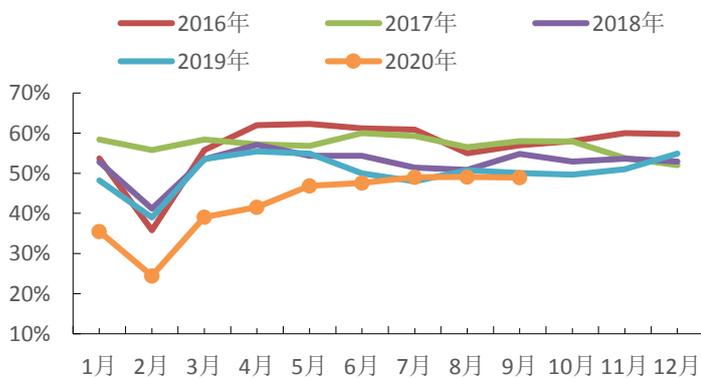


图表 17 压铸锌企业开工率



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 18 氧化锌企业开工率



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

#### 4、终端消费板块韧性较强

在疫情影响下，全球锌消费恐将面临较大萎缩，标普预估 2020 年全球锌消费量将较去年的 1,370 万吨减少 2%至 1350 万吨。从消费占比来看，中国是世界上最大的锌消费国，欧美日韩都是经济发达国家，以上几国锌消费合计占到全球消费的 35%。5 月起多国分阶段重启经济，海外需求边际将继续好转。

国内终端需求来看，房地产、建筑业和汽车工业是主要应用领域，占中国的锌消费量 50%左右，其次在地铁、城市轻轨等基础设施建设、电力工程、电网建设等领域也占有一定份额。大量镀锌薄板材用于汽车制造、冷藏箱、建筑业、通风和供热设施以及家具制造等领域。

**从基建投资方面来看：**今年以来经济下行压力剧增，在外需不振的背景下，市场对于基建兜底全年经济增速的预期渐强，而锌作为与基建关联度最高的品种收益较为显著。今年新增专项债发行快马加鞭，资金加速投向重大基础设施和民生服务领域。

国家统计局数据显示，1-10 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 1.8%，增速比 1-9 月份提高 1.0 个百分点。其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.7%，增速比 1-9 月份提高 0.5 个百分点。10 月基建增速反弹得益于 10 月地方政府专项债的加速发行，及棚改债占比较 9 月下降，使得基建项目的资金瓶颈问题进一步缓解。财政部数据显示，今年前 10 个月地方政府专项债发行额接近 4 亿元（39806.04 亿元），超过全年发行目标（3.75 万亿元）。目前，各地已经开启 2021 年专项债发行准备工作，考虑到我国经济将大概率企稳，货币政策或将逐步恢复常态，明年的新增专项债发行规模或有所减少，但仍可能维持高位。

从微观角度来看，被视为基建“晴雨表”的挖掘机和重卡近几个月销售火爆。据中国工程机械工业协会统计，10 月纳入统计的 25 家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机 27331 台，同比增长 60.5%；其中国内 23892 台，同比增长 60.7%；出口 3439 台，同比增长 59.4%。1-10 月，共销售挖掘机 263839 台，同比增长 34.5%。据第一商用车网报道，10 月我国重卡市场预计销售各类车型 12.9 万辆，同比+41%，环比-14%，创 10 月销量历史记录。1-10 月，重卡累计销量有望达到 136.5 万辆，同比+39%。随着逆周期基建刺激政策逐步落地，重卡市场继续保持高增长，景气度继续维持高位。

**房地产方面，当月投资增速创新高，竣工面积同比转正。**数据显示：1-10 月份，全国房地产开发投资同比增长 6.3%，增速比 1-9 月份提高 0.7 个百分点。

10 月当月投资增速反弹至 12.2%，创 18 年 8 月以来增速新高。新开工同比+3.5%；竣工同比+5.9%，而 9 月份同比-17.7%；土地购置面积同比-5.6%，增速连续四月回落。商品房销售额同比+23.9%，增速环比走阔 7.9 个百分点；销售面积同比+15.3%，增速环比走阔 8.0 个百分点。

受疫情影响，房企推盘计划延后。另外，9 月“三条红线”的提出，使得房企融资端进一步收紧、资金面受压，增强了房企加大推盘、加速回款改善资产负债表的意愿。同时，10 月

竣工面积同比转正，而有色更偏向于地产中后期及竣工阶段，故对有色具显著拉动作用。总体看，10月超预期的成交量表现除了表明市场需求韧性仍然较强以外，也有供给端房企加大推盘和以价换量的因素。年底处于房企销售冲刺阶段，预计销售仍将延续不错表现。

**从汽车方面来看：**中汽协数据显示，10月，汽车产销分别达到255.2万辆和257.3万辆，环比增长0.9%和0.1%，同比增长11.0%和12.5%。1-10月，汽车产销1951.9万辆和1969.9万辆，同比下降4.6%和4.7%，降幅与1-9月相比，分别收窄2.1个百分点和2.2个百分点。

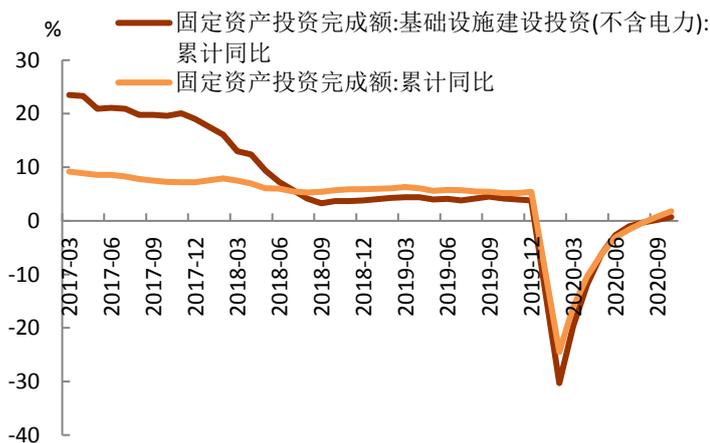
随着消费信心的持续回升，10月汽车产销继续呈现两位数增长，后期叠加双十一、车展等活动的拉动，市场需求的恢复仍将保持稳中向好的态势。

**从白色家电方面来看：**统计局数据显示，10月空调产量为1448.9万台，同比增加0.2%，环比下降15.5%；电冰箱生产879.6万台，同比增长25.8%，环比减少6.0%；洗衣机生产840.6万台，同比增长10.2%，环比增长5.2%；电视机生产1960.2万台，同比增长1.5%，环比减少4.7%。

10月家电端整体增速放缓，主要拉动力来自出口端，内销保持平稳，冰箱外销表现较为出色，因海外疫情二次抬头，储存食物需求增加，带动我国冰箱出口。后期家电增速仍由出口端拉动为主，内需或维持平稳，不过年底各大商家会有冲量促销活动、叠加南方降温或增加空调采购取暖，有望带来一定增量。

综上所述，当前终端需求基建增速有所恢复，地产销售增速大幅走扩，汽车延续向好态势，家电增速放缓，总体看需求仍具较强韧性。

图表 19 基建增速恢复

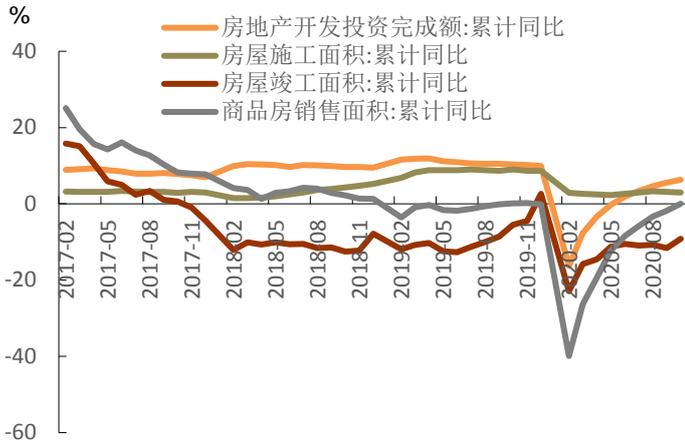


图表 20 10月政府专项债的加速发行



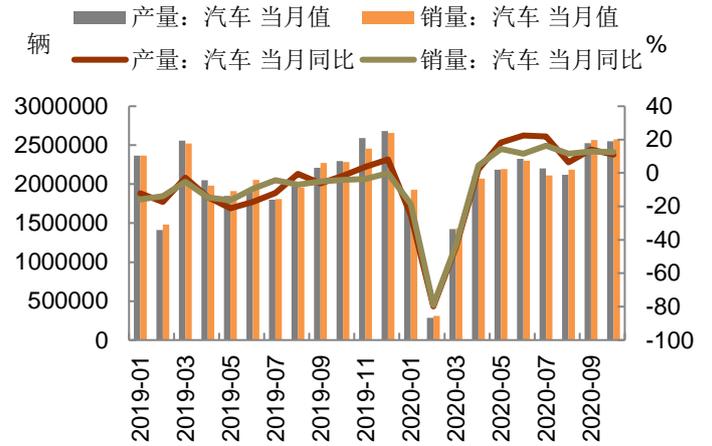
数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 21 投资增速创新高，竣工面积同比转正

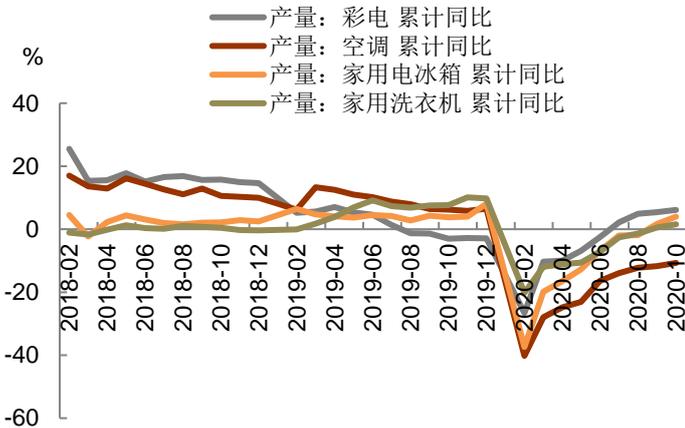


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 22 汽车产销延续两位数增长



图表 23 10 月家电端整体增速放缓



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

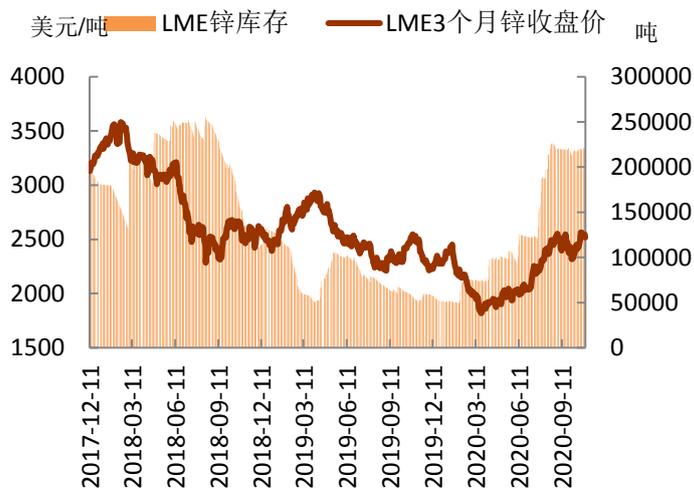
## 6、社会库存低位累积，LME 库存高位徘徊

11 月 LME 库存延续徘徊于 22 万吨，截止至 11 月 30 日库存报收 221325 吨，月度环比增加 1400 吨。因海外炼厂生产受疫情影响较小，且消费自停滞恢复较慢，导致部分海外货源通过交仓消化，库存较去年同期相比处于较高水平。上期所库存总体小幅下滑，11 月 27 日库存报收 56246 吨，月度环比减少 4142 吨，月度降幅达 6.9%。社会库存方面，自 10 月长期后延续低位累积，主因需求步入淡季，至 11 月下旬，受北方环保影响减弱，需求略回升，库存小幅回落。截止至 11 月 27 日，社会库存增至 17.24 万吨，月度增加 0.75 万吨，增幅达 4.5%。保税区方面，月中进口亏损扩大，部分到港货源进入保税区，使得库存持续增加，截止至 11 月 27 日库存月度增加 1.2 万吨至 4.65 万吨。

图表 24 上期所库存小幅下滑



图表 25 LME 库存高位徘徊



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 26 社会库存低位累积



图表 27 保税区库存低位运行



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

### 三、总结与后市展望

综上所述，从供应端来看，因韦丹塔南非矿延续停产及国内北方暴雪限制矿山产出，加剧了短期锌矿供应紧张程度，原料偏紧预期或延续至明年一季度。12月国内加工费连续三月大幅下滑，进口矿加工费维稳但处低位，12月检修增加，少数因原料紧缺减产，多数为常规检修，预计精炼锌供应平稳，但市场情绪面得以提振。下游北方环保限产的影响边际走弱，但高寒天气限制户外作业且合金内需转弱，初端仍处季节性淡季，不过现货维持高升水，且社会库存存止跌迹象。终端基建增速有所恢复，地产销售增速大幅走扩，汽车延续向好态势，家电增速放缓，总体看需求仍具较强韧性。整体来看，当前美国大选落地，疫苗遍地开花，

加之美国财政刺激协议有望达成，国内经济数据延续向好，宏观氛围偏暖。同时锌供应端支撑逻辑加强，需求韧性十足，基本面偏乐观。盘面看，因前期期价涨势过猛，短期资金高位止盈显著，但宏观及基本面支撑仍存，预计期价回调空间有限，12月或区间20500-22000元/吨运行。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财  
富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。