

2020年12月29日 星期二

## 供应前紧后松

## 锌价先扬后抑

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105



### 要点

●受疫情影响，今年全球锌矿产出大幅下滑且新增项目延后，全年供应短缺，2021年预计增30-40万吨，弥补今年的减量或微增，供应结构前紧后松，加工费或呈现前低后高的态势。冶炼端受疫情冲击有限，中国贡献主要增量。2021年国内外仍有新增产能，全球增量在35-40万吨，在原料紧缺度不断缓解的情况下，冶炼产出将继续抬升。

●消费端来看，受政策及财政刺激，今年国内需求表现超预期。2021年政策刺激力度收敛加之财政约束增加，预计上半年需求维持较强韧性，但下半年需求增速将逐步放缓，市场交易重点或转向海外需求恢复的程度。

●整体来看，2021年锌矿供应前紧后松，全年锌市过剩幅度小幅扩大，锌价或呈现前高后低的走势。预计沪锌运行区间在18000-24000元/吨，伦锌运行区间在2300-3200美元/吨。

操作建议：一季度逢低试多，下半年尝试逢高沽空

风险提示：疫苗效果低于预期，各国流动性收紧

## 目录

一、 锌市场行情回顾.....	4
二、 明年锌矿供应前紧后松，后期增产周期或迎拐点.....	5
1、 疫情大幅降低海外增量，明年弥补减量或微增.....	5
2、 国内矿山新增仍低于预期，进口锌矿弥补国内供应.....	8
二、 冶炼端.....	11
1、 疫情对海外冶炼端冲击有限，2021 年约 10 万吨新增产能.....	11
2、 国内精炼锌产量同比增加，2021 年约超 30 万吨新增产能.....	12
三、 需求端.....	15
1、 疫情导致海外消费大降，明年消费存回暖预期.....	15
2、 今年国内需求超预期，明年增速或收窄.....	16
三、 全球库存情况.....	18
四、 总结与后市展望.....	20

## 图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	5
图表 2 2019-2021 海外主要矿山增量（万吨） .....	6
图表 3 海外矿山受疫情影响的产量（万吨） .....	7
图表 4 近年全球锌矿产能变化（万吨） .....	8
图表 5 全球锌矿年度产量及增速 .....	8
图表 6 国内锌矿月度产量 .....	8
图表 7 国内外锌矿月度加工费 .....	9
图表 8 近年锌矿长协加工费 .....	9
图表 9 2019-2021 年国内主要矿山新增产能（万吨） .....	10
图表 10 国内锌矿进口情况 .....	11
图表 11 2020 年锌矿进口国占比 .....	11
图表 12 2020-2021 年海外冶炼厂增减产量情况（万吨） .....	12
图表 13 全球精炼锌产量及年度增速 .....	12
图表 14 国内精炼锌产量情况 .....	12
图表 15 2020-2021 国内冶炼厂新增产能（万吨） .....	13
图表 16 冶炼厂利润情况 .....	14
图表 17 国内炼厂检修情况（万吨） .....	14
图表 18 国内精炼锌进口量 .....	15
图表 19 精炼锌进口盈亏情况 .....	15
图表 20 全球各地区精炼锌消费占比情况 .....	16
图表 21 欧美日韩各国汽车月度产量情况 .....	16
图表 22 明年基建增速或消费下滑 .....	17
图表 23 下半年专项债中基建占比下滑 .....	17
图表 24 地产表现超预期，明年竣工改善趋势延续 .....	17
图表 25 明年汽车或面临一定下行压力 .....	17
图表 26 家电增速以出口拉动为主 .....	18
图表 27 白色家电出口情况 .....	18
图表 28 交易所库存先增后减 .....	19
图表 29 海外需求下滑，库存集中交仓 .....	19
图表 30 锌锭库存去库显著 .....	19
图表 31 保税区库存降至近年低位 .....	19
图表 32 2017-2021 年全球锌市供需平衡表 .....	20
图表 33 国内锌市供需平衡表 .....	20

## 一、锌市场行情回顾

国内外疫情的持续发酵主导了上半年锌价的走势，第一阶段为1月至3月中下旬，锌价暴跌式下行。国内外疫情爆发，引发了全球市场的恐慌，股市数次熔断带动商品市场下跌。加之石油价格战打响，油价暴跌冲击全球金融市场。3月后国内疫情明显好转，下游逐步复苏，同时超跌锌价和海外疫情爆发导致多个海外矿山和冶炼厂出现减停产，供应端紧张预期带动内外锌价出现了企稳反弹走势。月中锌价创年内最低点14245元/吨。

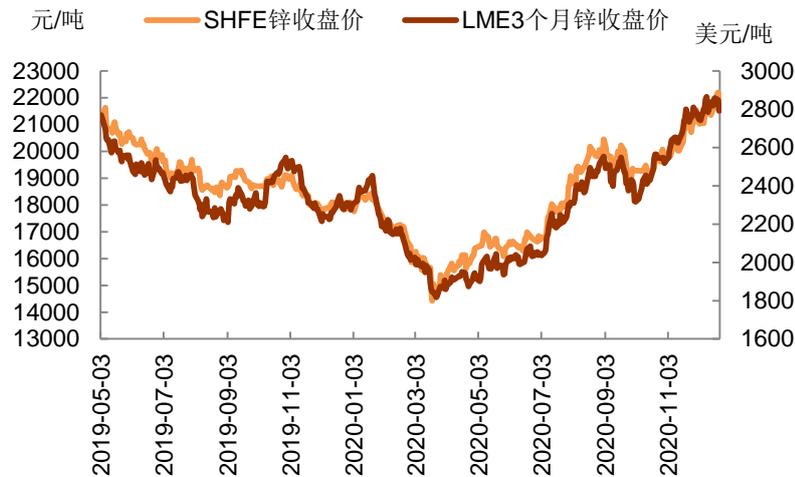
第二阶段为3月中下旬至7月初，锌价低位反弹后宽幅震荡。海外疫情持续扩散，锌矿主产国成为新的重灾区，防疫政策升级导致锌矿生产受到实质性的影响。同时因低锌价触及矿山成本线，开始推迟复产或惜售，国内炼厂因原料短缺而被迫提前检修，同时下游基建在政策推动下恢复程度好于预期，基本面有所改善，加之全球各国政策刺激不断，市场悲观情绪有所缓和，股市、商品均出现反弹。进入5月下旬，秘鲁、墨西哥矿山恢复，海外锌矿供应紧张担忧缓解，且中美关系紧张的担忧重现；锌价涨势放缓，维持区间16000-17000元/吨震荡。

第三阶段为7月初至9月初，锌价大幅走强。因欧美各国经济数据表现继续逐渐向好，且国内A股突破性大涨，市场多头氛围浓郁。此外，RedDog矿发运延迟且市场担忧海外疫情再起拖累矿端恢复的节奏，引发市场对于锌平衡结果彻底扭转的预期。与此同时，下游消费表现淡季不淡。宏观及基本面共振推动锌价上行至二万一线。

第四阶段为9月初至今，锌价宽幅震荡后重心再度上移。9、10月锌价处于区间18700-20500元/吨震荡。欧洲疫情反复、英国硬脱欧风险加大，支撑美元指数止跌反弹，施压金属走势。同时，8月国内精炼锌产量远高于预期，市场担忧四季度产量维持高增速。不过，海外疫情重燃，矿山生产节奏再度扰乱。市场对四季度原料紧缺度担忧加剧，不断传言炼厂减产，多头资金蠢蠢欲动。加之下游处于消费旺季，社库维持去化。进入11月份，随着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，锌价突破震荡区间上沿上行至22315新年内新高点。不过进入12月海外发现变异病毒，市场再度谨慎，锌价高位承压，截止至12月29日，年度涨幅达17.13%。

伦锌方面，走势类似于沪锌，亦呈现探底回升的走势。与3月19日创下年内最低点1763美元/吨，随后反弹至2500美元/吨附近涨势放缓。9月至10月处于区间2280-2600元/吨内宽幅震荡，11月突破区间上沿，不断刷新近一年半新高，进入12月疫情反扑另锌价涨势放缓，截止至12月29日，年度涨幅达22.63%。

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、明年锌矿供应前紧后松，后期增产周期或迎拐点

### 1、疫情大幅降低海外增量，明年弥补减量或微增

今年上半年新冠疫情冲击全球，而作为锌矿主产区的中国、秘鲁、澳大利亚、欧洲、印度等均受到不同程度的负面冲击。各国为防止疫情的传播，3-5月纷纷对矿山采取了封锁、减停产等措施，主要集中在秘鲁、墨西哥和欧洲部分国家。而锌矿年产量仅次于秘鲁的澳大利亚，此次疫情并未对其锌矿产量产生太大影响。此外，一季度锌价不断下挫，跌至海外矿山75%成本线附近，部分矿山因成本因素主动减产。整体来看，疫情及成本因素导致的海外矿山停产影响量约为49万吨左右，约为2019年全球锌矿产量的4%。自5月底随着海外疫情有所控制，各国为恢复经济，开始进入复产进程。三季度海外矿山加速生产，从ILZSG数据来看，三季度除中国外锌矿产量达206.89万吨，累计环比25.05%。此外，一些短期事故也贡献了部分减量，如7月中旬Red Dog运输季驳船故障影响交货，11月17日Vedanta集团旗下南非的Gamsberg矿山意外塌方。

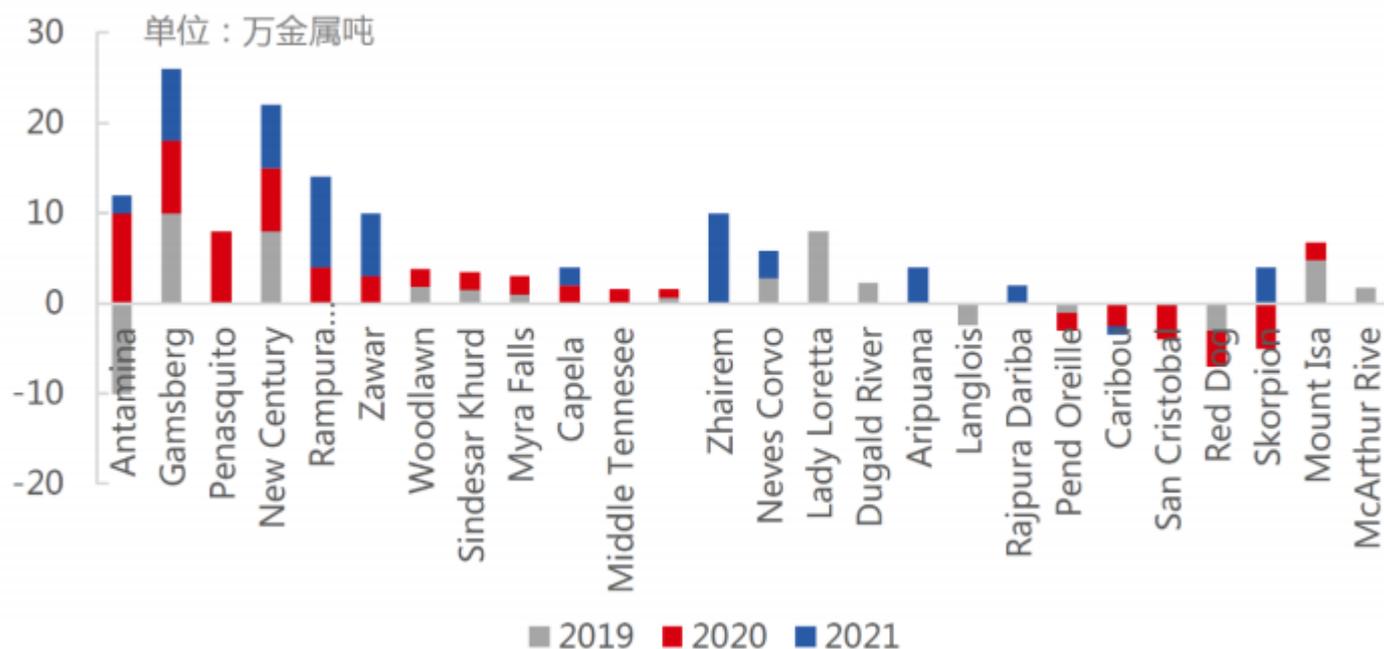
另外部分海外矿山例如 Antamina、Penasquito 和印度的Rampura-Agucha 等新增产能项目的投产出现了后延，部分将后推至明年。据统计2020年海外锌矿的增产项目产能也仅为20万吨左右，远低于年初市场预计的60多万吨的增量。同时，部分矿山因矿石品位提升、回收率的持续改善贡献少量增量。如世纪锌矿不受疫情影响且处理能力提高，预计处理能力升级还将贡献增量，全年增量约4万吨。增减相抵后，2020年全年海外矿山产量预计减少30万吨，市场结构由年初预期的供应过剩转为短缺。

展望2021年，预计海外矿山增量在30-40万吨，大概率仅弥补2020年的减量或微增。增量

主要来自于三个部分，一部分是前期因疫情推迟建设的项目，如印度的Rampura-Agucha继续贡献产量；嘉能可旗下位于哈萨克斯坦的 Zhairam 矿山预期产量交付推迟于2021年，美国金银公司 Cosalá 项目此前因非法封锁和疫情停工，伦丁今年3月暂停的Neves-Corvo 的扩建项目推迟到2021年初重启。二部分是前期因事故停产的项目恢复，如五矿旗下Rosebery已在2019年受地震影响地区恢复生产，10月9日因脱绳事故而暂时停产的Hudbay 旗下 777 矿，Hecla 的 lucky Friday预计年底实现罢工后的复产。三部分是新增或升级项目，如世纪锌矿尾矿步入2021财年计划年产14-16万吨，产量提升 2-4 万吨；HZL 旗下 Zawar 矿山扩建预计略有增量；Fresnillo选矿优化项目进入浮选池优化阶段，预计2021年实现商业化生产等。

展望未来几年，矿山供应释放或进入尾声。据安泰科统计，2022年开始，美洲地区将有数个矿山资源开始枯竭，其中也不乏一些大矿山，如San Cristobal。另外，嘉能可旗下澳大利亚Lady Loretta矿山计划2023年底关闭，将带来近20万吨减量；位于秘鲁的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，将带来10万吨以上的减量。虽然未来还有一些矿山项目扩建、投产，但大型很少，且按照历史规律，矿山投产进度往往很难达到预期，项目增量难以弥补上述矿山的退出，锌精矿增产周期可能会迎来拐点。

图表 2 2019-2021 海外主要矿山增量（万吨）



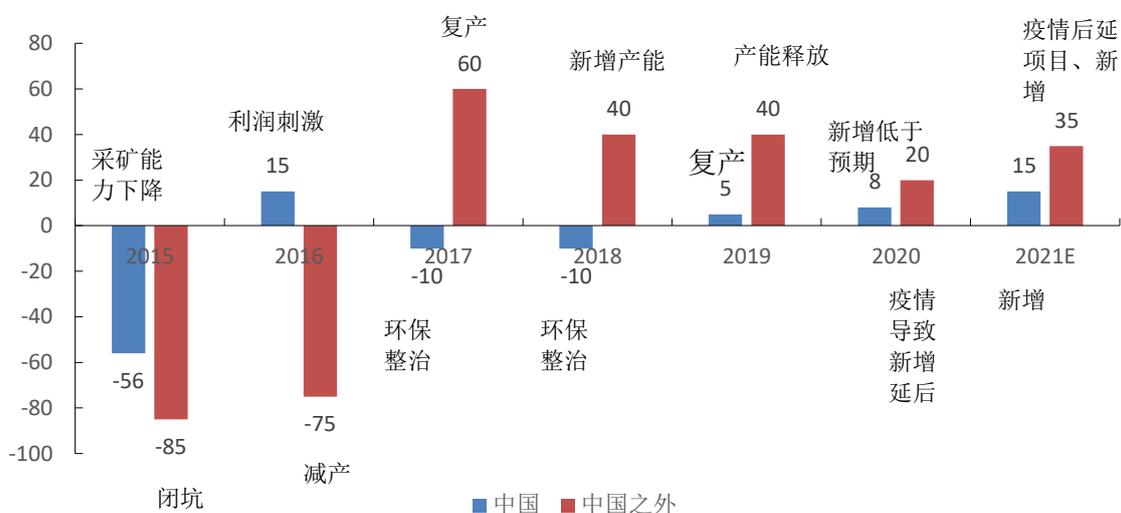
数据来源：SMM，铜冠金源期货

**图表 3 海外矿山受疫情影响的产量（万吨）**

地区	国家	矿山	企业	2019 年产量	疫情影响产量
欧洲	葡萄牙	Neves-Corvo	伦丁	7.3	1.22
	爱尔兰	Tara	波利顿	12.2	0.2
北美	加拿大魁北克	Matagami	嘉能可	4.38	0.4
	加拿大	Caribou	Trevali	3.4	0.6
拉丁美洲	墨西哥	Peñasquito	纽蒙特 Newmonr	8.48	1.2
	墨西哥	Oaxaca Mining Unit	黄金资源	2.4	0.4
	墨西哥	La Colorada	泛美银业	2.1	0.35
	墨西哥	Veta Grande	Santacruz	1	0.25
	墨西哥	Campo Morado	Teison 矿业	1.5	0.25
	墨西哥	San Martin	Group Mexico	0.58	0.07
	墨西哥	Buenaviata	Group Mexico	06.81	0.9
	墨西哥	Madero	Penoles	4.15	0.2
	玻利维亚	San Cristobal 铅锌银矿	Sumitomo	24.3	4.1
	玻利维亚	San Vicente	泛美银业	0.6	0.1
	秘鲁	Yauli/ Chungar	Volcon	23.9	5
	秘鲁	Antamina	BHP, 嘉能可, Teck, 三菱	30.3	5
	秘鲁	Huaron/Morococha	泛美银业	4.1	1.02
	秘鲁	Cerro Lindo/ Atacocha/ Ei Porvenir	Nexa 资源	19.8	3.44
	秘鲁	Yauricocha	Sierra	3.68	1
非洲	纳米比亚	Skorpion	韦丹塔	6.6	7
	纳米比亚	Namib	北河资源	1.35	0.7
	南非	BMM	韦丹塔	7.1	0.6
	南非	Gamsberg	韦丹塔	9.5	0.9
亚洲	印度	哈萨克斯坦锌	韦丹塔	71.2	10.1
大洋洲	澳大利亚古尔本	Woodlawn	Heron Resources	0.44	0.3
	澳大利亚昆士兰州	Mt Gornet	Consolidated Tin Mines	0.92	0.19
	合计			258.09	48.34

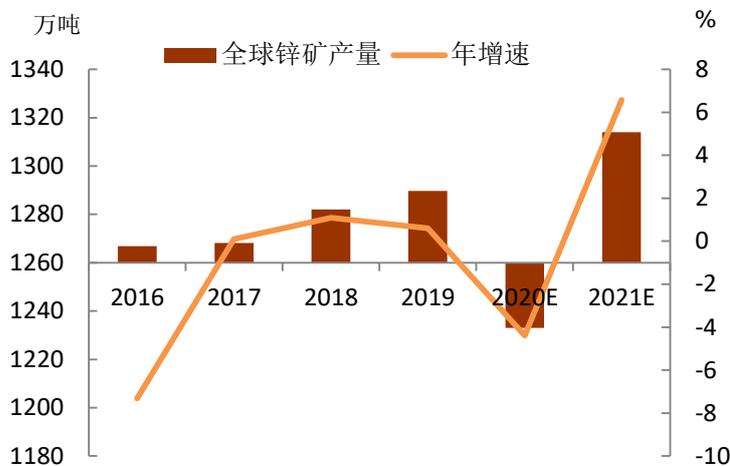
数据来源：我的有色，铜冠金源期货

图表4 近年全球锌矿产能变化（万吨）

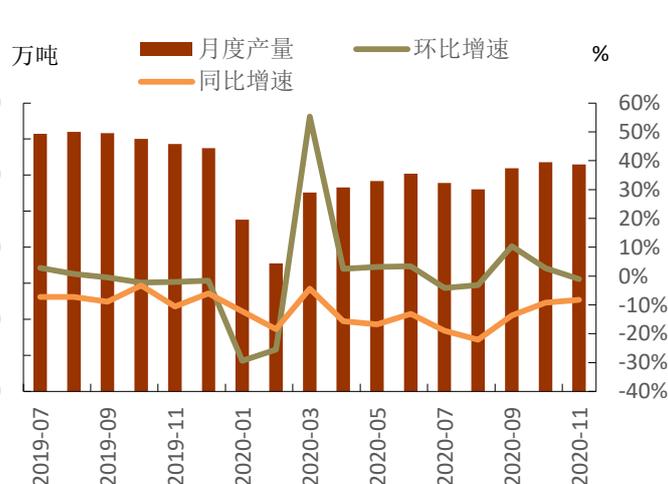


数据来源：铜冠金源期货

图表5 全球锌矿年度产量及增速



图表6 国内锌矿月度产量



数据来源：ILZSG, SMM, 铜冠金源期货

## 2、国内矿山新增仍低于预期，进口锌矿弥补国内供应

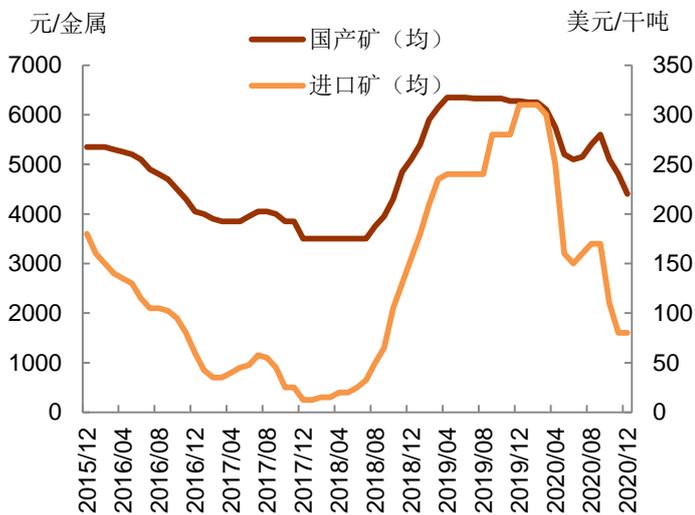
从国内锌矿供应表现来看，国内矿山生产相对稳定，但新建项目释放仍不乐观，年初预计2020年国内锌矿产出有望增加10-15万吨。但受疫情、矿权及环保监管趋严等因素的影响，新建或扩建投放的产能项目有所推迟。据我的有色统计，今年国内矿山新增产能约8万吨，2021年预计新增产能约15万吨。

从全年锌矿产量情况来看，2月产量达历史低位。一方面受季节性影响及国内疫情导致人员返工延后影响开工，另一方面锌价大跌但加工费高企，矿山利润下行，高成本矿山延迟复产。随着锌价止跌反弹及国内疫情逐步缓解，矿山生产渐步入正轨，但开工率同比仍有一定降幅。从三方统计的锌矿产量数据来看，预计2020年全年国内减量在10万吨。

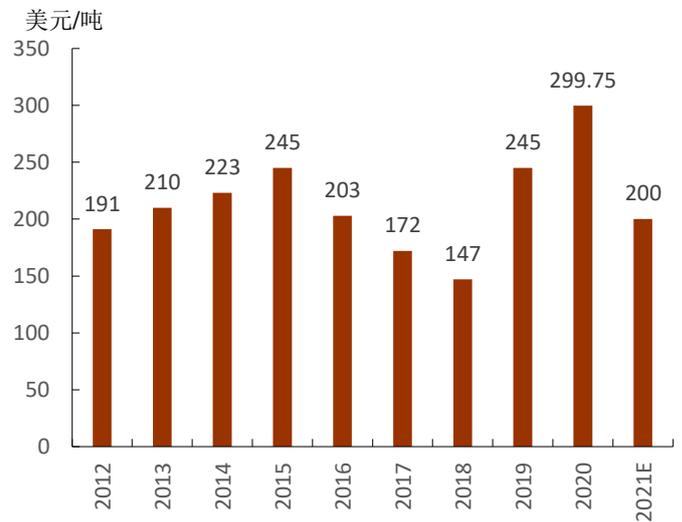
从加工费的表现来看，一季度锌价跌至部分矿山成本线下方，矿山出货意愿下降，在产矿山只产不销，减停产矿山则延后了复产时间。同时，3月海外疫情爆发，导致部分矿山停产且推迟新建项目，加重了市场原料的供应紧张程度，内外锌矿加工费均出现大幅下调。进入6月，随着国内矿山利润修复，出货意愿改善，且停产矿山也陆续恢复生产，锌矿供应有所回暖。炼厂原料库存回升至正常水平，锌矿加工费跌势放缓，且出现松动迹象。7-9月，炼厂加速生产，对原料需求增加，加工费小幅回升。进入四季度，天气转冷，国内高纬度地区矿山季节性检修，同时市场担忧海外疫情存二度爆发限制矿山产出，且炼厂提前冬储需求增加，原料较为紧缺，内外加工费大幅下滑，降至近两年来的低位。SMM数据显示，12月国产矿加工费均值在4400元/吨，较年初减少1850元/吨，进口矿加工费均值为80美元/吨，较年初减少230美元/吨。

长协加工费来看，目前市场主流预计2021年长协加工费在200美元/吨左右，远低于2020年的299.75美元/吨。长协加工费偏低的预期也侧面反映出短期矿端供应依旧偏紧，但中长期矿端供应有望由紧转松。

图表 7 国内外锌矿月度加工费



图表 8 近年锌矿长协加工费



数据来源：安泰科，ILZSG，Wind，铜冠金源期货

**图表 9 2019-2021 年国内主要矿山新增产能（万吨）**

地区	矿山	2019	2020	2021
内蒙古	盛大金都矿业	0.2	-	-
内蒙古	银漫矿业	0.8	0.2	-
内蒙古	高尔奇铅锌矿	0.5	-	-
内蒙古	光大矿业	0.5	-	-
内蒙古	二道河铅锌矿	1	-	-
内蒙古	国金矿业八岔沟西	1	2	-
内蒙古	乾金达	-	-	1
新疆	乌拉根铅锌矿	0.5	2	2
青海	格而木庆华矿业	0.7	-	-
黑龙江	伊春翠宏山铁锌矿	0.5	-	-
湖南	花垣县	1	2	10
湖南	大脑坡铅锌矿	-	1	2.5
甘肃	郭家沟铅锌矿	2	1	-
	合计	8.7	8.2	15.5

数据来源：我的有色，铜冠金源期货

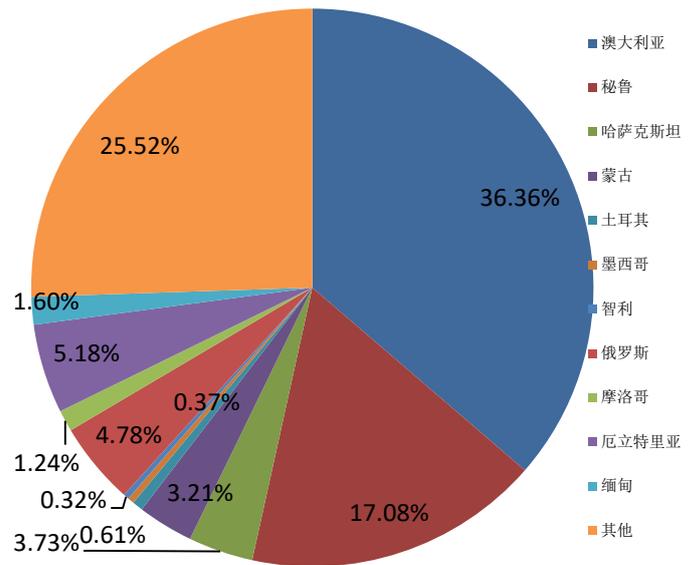
从锌矿进口情况来看，受疫情影响，国内锌矿进口依赖度大幅增加。一季度国内疫情爆发，矿山停产及推迟复产，导致国内锌精矿供应偏紧，对进口锌精矿需求强烈，炼厂积极购买原料备库，加之4月后半月锌精矿进口窗口逐步打开，前期到港船货集中，3、4、5月进口量分别增加至30.7、46、35.7万吨，同比大幅增加。二季度疫情蔓延至海外，进口量出现大幅回落。随着5月底海外矿山复产，此前受限港口陆续恢复，8月进口矿集中到港，进口量攀升至41万吨上方。海关数据显示，2020年1-11月累计进口量为349.76万吨，同比增长22.5%。

从进口国别来看，进口占比最大的国家仍是澳大利亚和秘鲁，1-10月份锌矿进口量分别占总进口量的36.36%和17.08%。今年疫情对澳大利亚矿山生产影响较小，但对秘鲁的矿山生产及锌矿出口均构成较大冲击，因船期的1到1个半月时间，导致6月自秘鲁进口的锌矿量出现断崖式下跌，仅1183.4吨。后随着疫情缓解，矿山复产，出口量也逐步恢复。展望2021年，随着海外锌矿复产及新增项目的不断推进，预计进口量或呈现温和增加，对国内矿供应形成补充。

图表 10 国内锌矿进口情况



图表 11 2020 年锌矿进口国占比



数据来源：安泰科，ILZSG，Wind，铜冠金源期货

综上所述，我们预计2020年海外锌矿产量减少约30万吨，国内减少10万吨，合计在40万吨，2021年海外锌矿产量预计增加30-40万吨，国内预计增加15万吨，合计在45-55万吨。

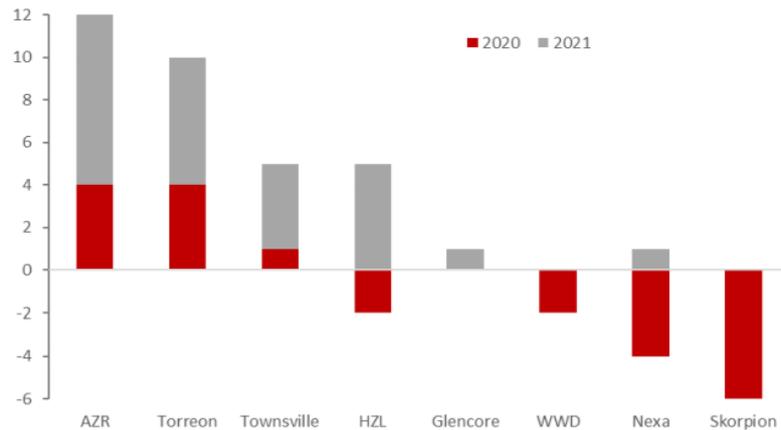
## 二、冶炼端

### 1、疫情对海外冶炼端冲击有限，2021 年约 10 万吨新增产能

疫情对冶炼端冲击有限。疫情期间，多数国家允许冶炼行业正常运转，仅印度与秘鲁等国家的一部分冶炼厂出现减产，如印度的Hindustan zinc, 秘鲁的Cajamarquilla冶炼厂，韦丹塔纳米比亚的Skorpion精炼厂因事故影响也处于停产。同时，再生冶炼方面也因铅锌废料供应的减少而面临较大压力。如德国锌生产商Metallwerk Dinslaken因供应和需求的停滞，永久关闭旗下工厂，退出3万吨的再生锌和锌合金产能。整体来看，疫情影响海外冶炼产量约17万吨，其中有3万吨再生锌产量。此外，8月底Red Dog 矿发运暂停导致韩国锌冶炼厂生产受到一定影响。

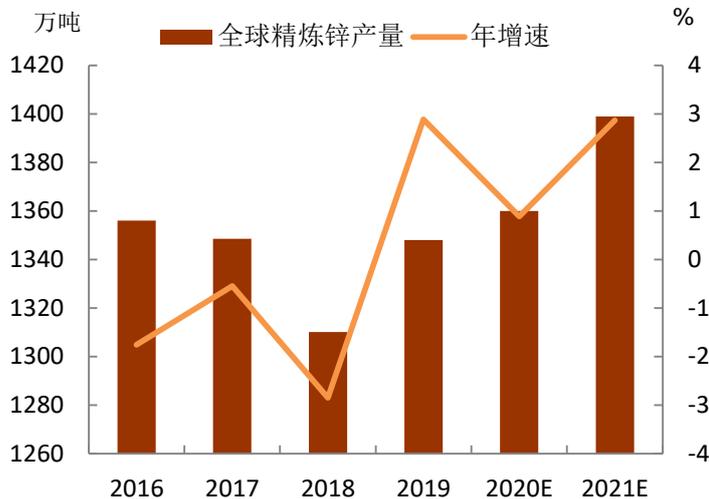
增量方面，主要集中在美国马头公司AZR 的复产；高丽亚铅子公司 Sun Metal 位于澳大利亚的 Townsville 冶炼厂正在进行增量5万吨的扩建工程，预计于 2021 年完成，今年增量2万吨；佩诺尔斯Penoles公司位于墨西哥的托雷翁Torreon锌冶炼厂扩产12万吨项目继续贡献约4万吨增量；此外，Trail Operations2019年三季度由于电气设备故障影响生产，今年产量同比增加。总的来看，增量约9万吨。增减相抵，预计2020年全年海外冶炼厂产量增加约5-6万吨。展望2021年，除了疫情影响的恢复外，AZR、Townsville、Penoles将继续爬产，另HZL将于Gujarat 建设全球成本最低的冶炼厂，预计2022全面投产。总体看，预计全年冶炼新增产能在10万吨左右。

图表 12 2020-2021 年海外冶炼厂增减产量情况（万吨）

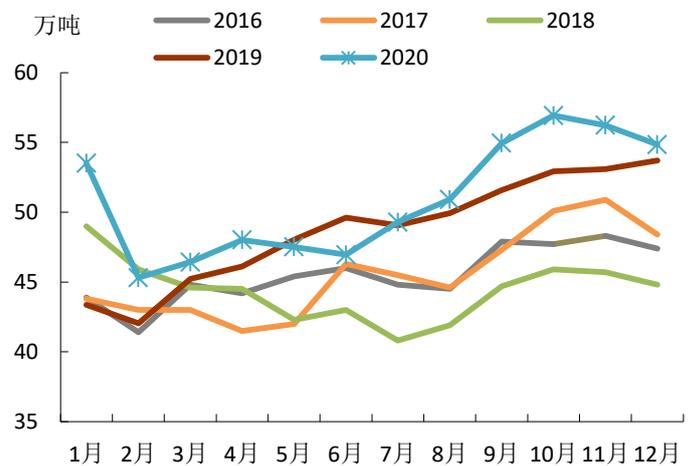


数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 13 全球精炼锌产量及年度增速



图表 14 国内精炼锌产量情况



数据来源：ILZSG，SMM，铜冠金源期货

## 2、国内精炼锌产量同比增加，2021 年约超 30 万吨新增产能

国内方面，今年精炼锌产量仍是爬产的一年。除了6月产量同比出现5.77%的降幅外，全年产量基本维持同比增加的态势。回顾全年生产情况，一季度，春节假期期间炼厂多维持正常生产，进入2月因国内疫情蔓延，各省市对人员、物流进行管控，物流的瘫痪直接导致陕西、内蒙等地区的大型炼厂因硫酸胀库减产，同时，原料供应紧张也倒逼炼厂下调产量。3月随着物流管控逐步放开，硫酸胀库及原料供应问题有所缓解，减产炼厂恢复生产。4、5月国内矿山因疫情和锌价下跌等因素开始惜售、减产，加之海外矿因疫情不可抗力推迟发货，内外加工费出现大幅下调，导致精炼锌冶炼厂买矿意愿不强，湖南及四川部分地区炼厂选择检修或者减产应对，另外，内蒙、云南、广西、甘肃等地区炼厂均陆续开始计划内检修。7月加工费止跌回升，炼厂利润修复生产积极性有所提升，前期检修炼厂陆续复产，加之南方雨季影

响边际弱化，精炼锌产量上行。进入四季度，炼厂集中检修告一段落，加之年底冲量，月度产量维持上行，10月当月产量达年内高点56.92万吨，同比增速达7.56%。随后因国内北方矿山季节性检修且海外矿山扰动事件频发，原料供应趋紧，部分炼厂因原料短缺减产，同时部分炼厂常规检修，精炼锌月度产量有所回落，但同比仍维持在相对高位。据SMM数据显示，预计2020年全年精炼锌累计产量有望突破600万吨，全年增量约20万吨。

展望2021年，据SMM调研，计划投产产能约30万吨，此外今年年底投产的紫金10万吨产能明年将贡献增量，此外，约50+万吨新产能在建。不过，根据往年经验，新增产能大概率会延后，总体来看，预计精炼锌增量在25-30万吨。

从全年冶炼企业利润情况来看，今年炼厂利润远远逊色于2019年。一季度加工费延续高位，然锌价大幅下挫，降至万四附近，炼厂利润由年初的1500元/吨收窄至500元/吨；随着3月中旬锌价触底反弹，利润跟随好转，重回千元附近。四季度随着加工费降至2018年9月以来低位，利润再度压缩至200-300元/吨。炼厂利润的不断收窄，增强了市场对企业减产的预期，不过考虑上半年疫情导致产量同比减少，企业年底冲击全年产量目标，多常规检修，未现集中减产。

从锌锭进口情况来看，今年全年进口窗口多处于关闭状态，加之国内精炼锌产量同比增量较多，对进口锌锭需求减少。海关数据显示，2020年1-11月累计进口精炼锌48.5万吨，累计同比降12.7%。全年预计减少6万吨的量。

综合来看，预计2020年海外锌锭减量在5-6万吨，国内增量在20万吨，合计全球增量在14-15万吨，2021年，海外锌锭增量在10万吨，国内增量在25-30万吨，全球增量在35-40万吨。

**图表 15 2020-2021 国内冶炼厂新增产能（万吨）**

企业名称	原产能	新产能	实际投产	备注
新疆紫金锌业	0	10	2020.11.10	目前尚未生产，增量或体现在2021年
青海西部铝业	0	6	2020.Q4	计划投产
青海华信环保	0	5	2020.Q4	计划投产
陕西锌业	20	5	2021.Q1	在建（5万吨锌合金）
西南能矿	0	10	2021	在建
祥云飞龙	18	15	2021	在建
广西誉升	0	10	2021	计划投产
南丹吉朗	6	8	2021	技改
广西永鑫	5	6	2021	在建
南方有色	32	20	2021	在建

数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 16 冶炼厂利润情况



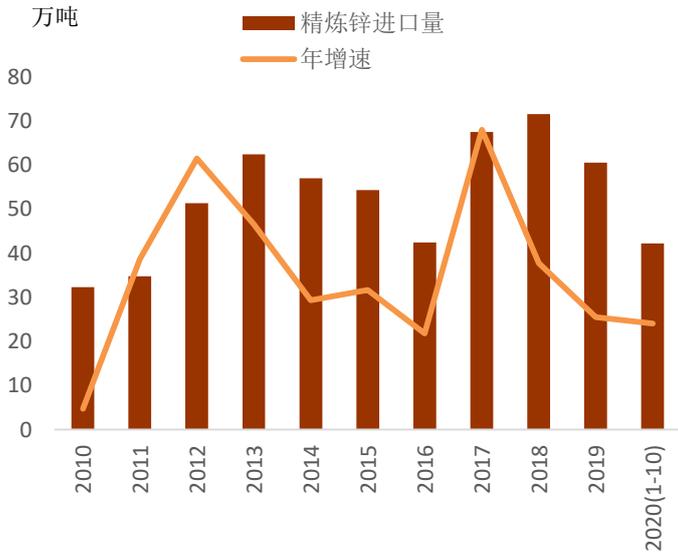
数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 17 国内炼厂检修情况 (万吨)

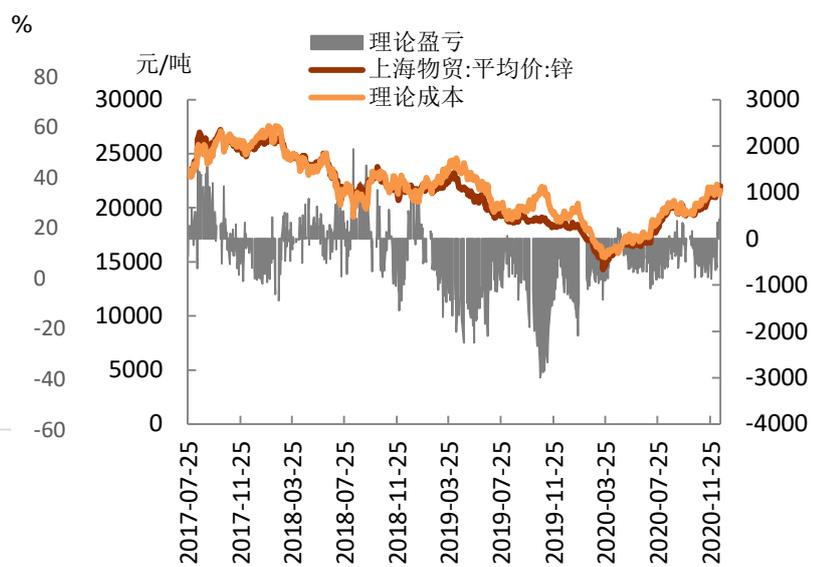
企业	备注
兴安铜锌	4.26 开始检修 2 个月
蒙自矿业	4.15 日检修 1 个月
白银有色	5.8-6.16 半产半检, 6.28-7.17, 9 月老系统检修 35 天
铜冠池州	5.25-6.30 检修
陕西锌业	4 月底至 5.8 检修
湖南轩华	5.15 开始, 检修 50 天
河池南方	5 月检修一条线, 20 天; 8 月中旬小检修
湖南三立	6 月底开始检修, 1 个月
赤峰中色	7-9 部分检修
河南豫光	检修两周
江西铜业	小检修
紫金	8 月中旬检修一个月
中金岭南	8.3 检修 20 天
株冶集团	12.10 焙烧炉检修
文山锌铟	12 月检修至月底
云铜锌业	12.26 检修 20 天

数据来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 18 国内精炼锌进口量



图表 19 精炼锌进口盈亏情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

### 三、需求端

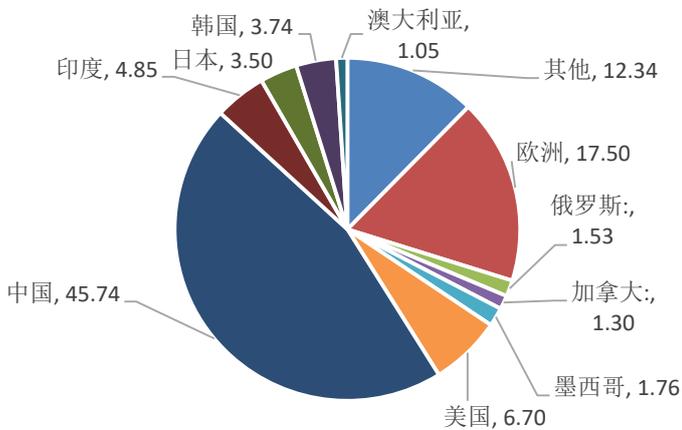
#### 1、疫情导致海外消费大降，明年消费存回暖预期

从消费端来看，中国是世界上最大的锌消费国，占全球消费量将近一半。第二大消费国美国年度锌锭消费量90多万吨，占全球消费量7%。欧洲年锌锭消费量约240万吨，占全球消费量18%。日韩年消费量约100万吨，占全球消费量8%。印度年锌锭消费量约65万吨，占全球消费量5%。新冠疫情在欧美爆发之后，作为密集型产业，汽车行业必然是受到疫情影响最大的行业。而海外汽车用镀锌板占汽车用铁板的百分之八十以上，这必然冲击锌的消费量。据悉众多汽车工厂自3月中旬起暂停生产，欧洲、美国、日本乘用车销量3月同比分别下跌46%、38%和9.3%。4月底进入4月中下旬，海外疫情基本得到控制，各主要车企分区域宣布了阶段性复产计划。欧美日韩等国月度汽车销量同比降幅不断收窄，甚至转为小幅正增长。后期，在疫苗研发进展频出及疫情影响边际减弱的预期下，海外明年或将进入疫后恢复阶段。

12月下旬，英国称已发现一种变种新冠病毒，传播能力比原本的毒株高出70%。短期导致英国大部分地区关闭，且令欧洲实行更严格的限制措施。不过，据世界卫生组织相关人士表示，过去数月新冠病毒已出现多种变异，其中一些驱动了新冠病毒的传播，但没有一种变体能导致更严重的疾病或能逃脱诊断，也没能影响疫苗效力。短期或对加剧市场对经济复苏放缓的担忧，但从中长期看，在欧美维持积极的财政和货币政策的背景下，加之各国加快疫苗接种，预计海外经济有望进一步修复改善。10月份国际货币基金组织(IMF)预计全球经济2020年萎缩4.4%，但2021年增长会达到5.2%。随着海外经济不断复苏，耗锌将有所增加，预计增

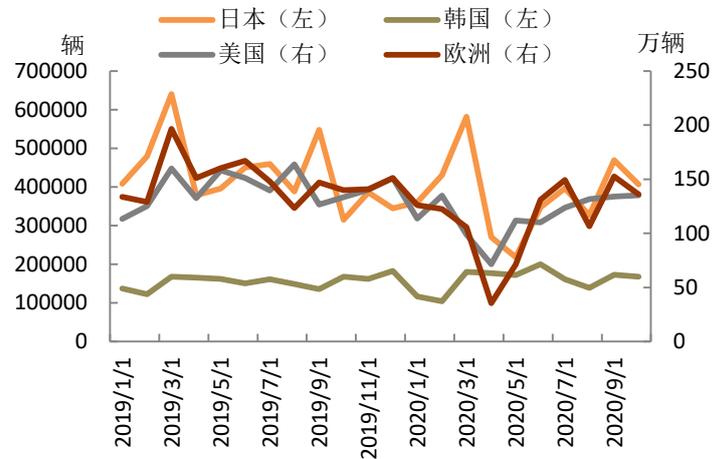
速或由-6%转为3%。

图表 20 全球各地区精炼锌消费占比情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

图表 21 欧美日韩各国汽车月度产量情况



## 2、今年国内需求超预期，明年增速或收窄

今年我国下游消费存超预期的表现。从国内终端消费结构来看，基础设施建设占比最大，其次是房地产、建筑业和汽车工业。今年基建投资作为逆周期操作，在疫情影响之下对锌消费有较好的提振作用。下半年房地产现赶工潮，同时汽车板块维持两位数增速，且海外经济不断恢复，增加了家电板块的需求。

从基建板块来看，国家统计局：1-11 月份全国固定资产投资（不含农户）499560 亿元，同比增长 2.6%，增速比 1-10 月份提高 0.8 个百分点。第三产业中，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 1.0%，增速比 1-10 月份提高 0.3 个百分点。年初受疫情影响，工程进度趋于停滞，基建投资断崖式下行，此后随着复工复产的持续推进，叠加政府出台一系列基建稳增长政策，如新增专项债限额至 3.75 万亿元、发行 1 万亿元特别国债、信贷积极支持等，使得基建投资增速有所回补。依托于基建投资的增长，锌消费环比不断改善。随后随着国内经济改善，专项债资金转向了棚改。7-8 月棚改占比迅速提升至近 30%，9 月棚改占比进一步提升至 36%，10 月棚改占比再度回落至 29%。而投向广义基建的专项债比重则由上半年整体 69% 的水平降至 41% 左右的比重。总的来看，下半年受棚改债分流影响，全年基建增速略低于市场预期。

展望 2021 年，基建投资或将温和增长。一方面，国内疫情已大体得到控制，经济恢复常态对基建稳增长的需求下降，同时，近期财政会议对债务风险讨论较多，明年专项债额度可能缩减、发行条件更加规范，投向基建的资金缺乏上行的动能。另一方面，2021 年是“十四五”规划的开局之年，根据近期所下发的十四五建设相关文件和中央经济工作会议基调，基础设施建设仍将为未来十四五规划建设的重要内容之一，目前基建补短板趋势仍将持续。

图表 22 明年基建增速或消费下滑



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

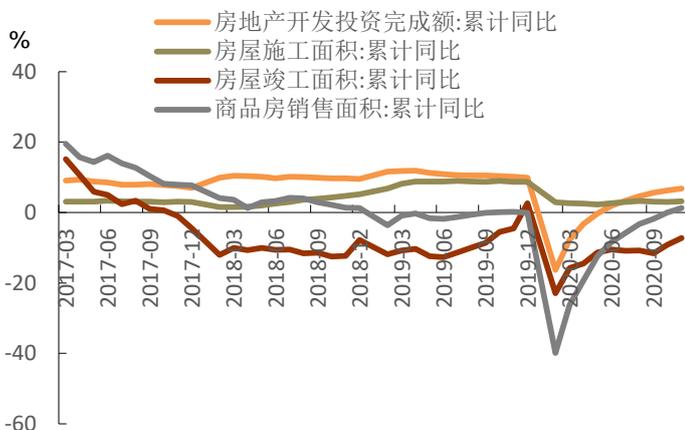
从房地产板块来看,表现超预期,目前全国房地产市场已完全走出疫情影响,进入正常运行通道。国家统计局:1-11月房地产开发投资累计同比6.8%,涨幅扩大0.5个百分点。其中,1-11月房屋累计新开工面积同比下降2%,降幅明显收窄;房屋施工面积同比增3.2%,增速小幅回升;房屋竣工面积同比下降7.3%,降幅明显收窄;商品房销售面积同比上升1.3%,同比增速连续两个月转正。锌在地产中应用更偏向于施工的中后期及竣工阶段,因此观察施工、竣工的变化是判断锌需求相对强弱的重要指标。

上半年,为抵抗新冠肺炎疫情冲击,中央财政、货币政策齐发力,叠加各地频繁出台房地产相关扶持政策,市场快速恢复。进入下半年,房地产调控政策有所转向,中央强调不将房地产作为短期刺激经济的手段,行业信贷环境收紧,8月中旬“三道红线”试点实施,房企为了加快资金的回款,对现有项目的加快施工,四季度地产施工环节进展较快,耗锌增速加快。展望2021年,在行业融资环境趋紧的环境下,预期企业拿地趋于谨慎,新开工面积规模将维持低位,但同比有望增长。而三道红线压力下房企有加快竣工结算增厚净资产的诉求,预计竣工改善趋势仍将持续。全年来看,投资增速或由升转稳。

图表 23 下半年专项债中基建占比下滑

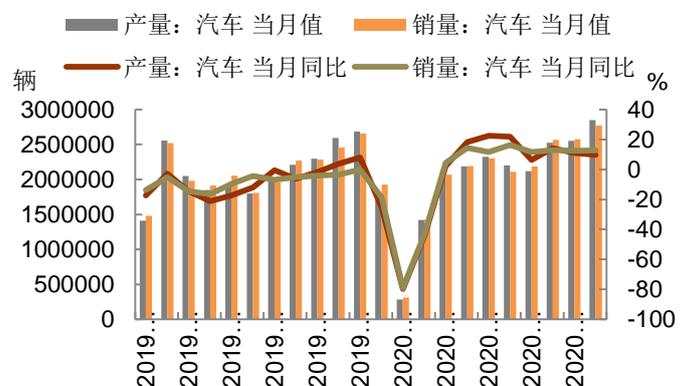


图表 24 地产表现超预期,明年竣工改善趋势延续



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 25 明年汽车或面临一定下行压力



从汽车板块来看，中汽协：1-11月，汽车产销分别完成2237.2万辆和2247.0万辆，同比分别下降3%和2.9%，降幅持续收窄。一季度，受疫情因素影响，年后复工推迟，单月产销量及同比均在2月达到近年来最低点，同比分别下降79.83%、79.1%。进入二季度，疫情防控形势好转，且多地出台购车补贴政策，车企推出大量新车与优惠购车活动，叠加消费者在疫情期间的购车需求，国内汽车消费在疫情后迅速回暖，自4月起，汽车单月产销同比增速转正，5月起产销同比均呈现两位数增长，带动耗锌需求恢复。

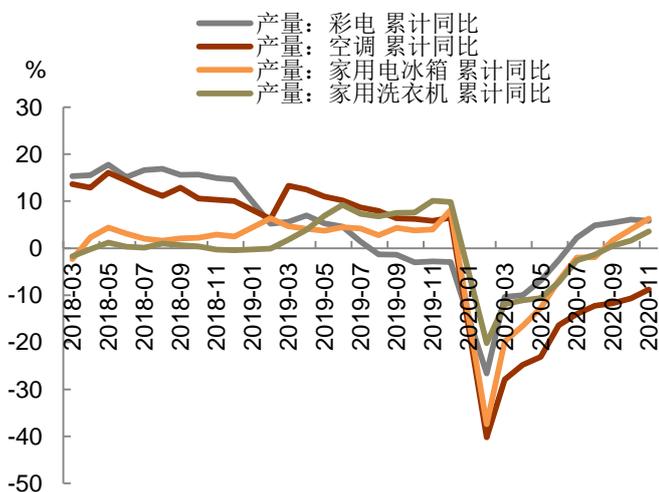
展望2021年，预计上半年汽车产销延续同比增长，但进入下半年，随着政策效应趋弱，以及前期刺激政策一定程度透支购车需求，或面临一定程度下行压力，市场关注度逐步转移到新能源车型中，未来几年预计国内汽车市场趋向于低速增长。

从家电板块来看，国家统计局：1-11月冰箱、彩电和洗衣机累计产量分别同比增加6.3%、5.8%、3.6%；仅空调累计产量同比下滑8.8%，但降幅年内首次收窄至个位数。上半年，受疫情影响，家电板块整体表现疲弱，下半年起行业需求复苏，叠加出口景气度高，整体板块走势回升。其中冰箱和空调自7月份起，出口同比呈现两位数增长。

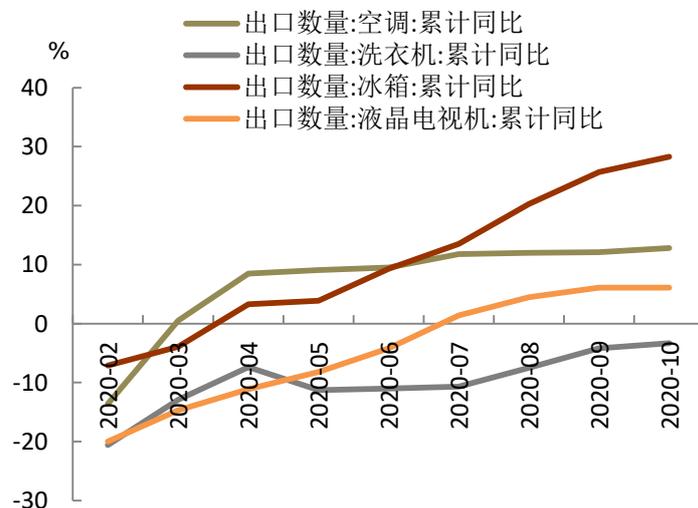
展望2021年，预计内需维持平稳，家电增速仍由出口端拉动为主。2021年地产竣工有望延续回暖，将供需部分家电增量；另外，因海外复工复产尚需时间，海外订单向国内转移的趋势未变，预计家电出口仍将维持高景气。

总体来看，2021年上半年锌终端需求或维持较强韧性，下半年需求增速将逐步放缓，全年消费较今年或呈现小幅回落，预计2021年锌消费增速由1.5%降至0.5%-1%。

图表 26 家电增速以出口拉动为主



图表 27 白色家电出口情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

### 三、全球库存情况

2020年海内外交易所库存走势有所分化，或受疫情严峻度及恢复程度不同的影响。从LME库存情况来看，自4月中旬起库存加速增加，且在随后的月份里出现几波集中交仓的行为，

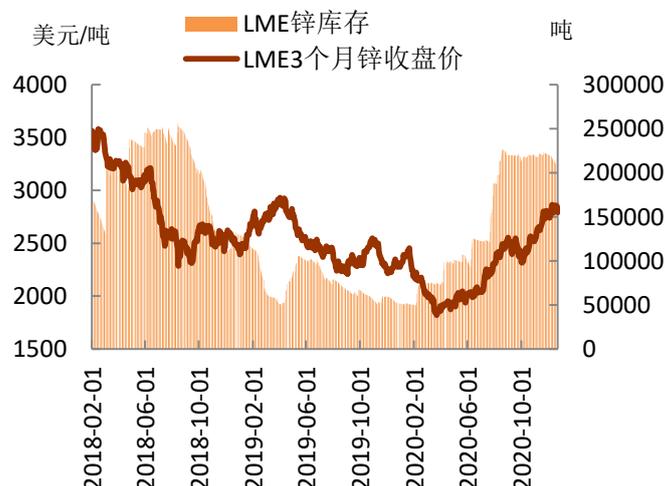
或反映出海外消费因疫情影响而大幅下滑。此外，全年 LME 基本维持在贴水结构，高点攀升至贴水 35 美元/吨，高贴水也增加了海外交仓的意愿，海外大量隐性库存被显性化。反观上期所库存情况，一季度国内疫情较为严峻，且春节假期后锌价出现暴跌，套保需求增加，交易所库存暴增，一度攀升至近 13 万吨，较节前增加 3 倍多。随着国内疫情缓解及锌价触底反弹，交易所库存止涨回落，截至年底库存重归年初的水平。国内社会库存亦呈现先增后降的态势，自 3 月中旬后持续去库，凸显了下游消费淡季不淡，需求略超预期。而受锌价内强外弱的影响，全年进口窗口多处于关闭状态，进口锌锭流入相对有限，保税区库存维持在近两年的低位。

展望 2021 年，国内需求存边际转弱的预期，加之供应小幅增加，预计一季度去库后库存或呈现同比回升。海外方面，随着经济不断恢复，需求呈现同比增加的概率较大，库存或出现小幅回落。

图表 28 交易所库存先增后减



图表 29 海外需求下滑，库存集中交仓



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 30 锌锭库存去库显著



图表 31 保税区库存降至近年低位



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

#### 四、总结与后市展望

受疫情影响，今年全球锌矿产出大幅下滑且新增项目延后，全年供应短缺，2021年预计增30-40万吨，弥补今年的减量或微增，供应结构前紧后松，加工费或呈现前低后高的态势。冶炼端受疫情冲击有限，中国贡献主要增量。2021年国内外仍有新增产能，全球增量在35-40万吨，在原料紧缺度不断缓解的情况下，冶炼产出将继续抬升。消费端来看，受政策及财政刺激，今年国内需求表现超预期。2021年政策刺激力度收敛加之财政约束增加，预计上半年需求维持较强韧性，但下半年需求增速将逐步放缓，市场交易重点或转向海外需求恢复的程度。整体来看，2021年锌矿供应前紧后松，全年锌市过剩幅度小幅扩大，锌价或呈现前高后低的走势。预计沪锌运行区间在18000-24000元/吨，伦锌运行区间在2300-3200美元/吨。

图表 32 2017-2021 年全球锌市供需平衡表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年*	2021 年*
锌矿供应	1268.1	1282	1289.7	1250	1305
增速	0.10%	1%	2%	-3.1%	4.4%
精锌产量	1348.6	1310.2	1348	1,362	1,397
增速	-0.55%	-2.85%	2.50%	1.03%	2.7%
精锌需求	1395.3	1365.8	1370.7	1325	1,348
增速	2.11%	-2.11%	-0.10%	-3.36%	1.74%
精锌平衡表	-46.7	-55.6	-22.7	37	49

数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

图表 33 国内锌市供需平衡表

	2018 年	2019 年	2020 年*	2021*
精锌产量	567	622	642	667
增速	-7.8%	9.7%	3.2%	3.9%
净进口量	69.3	54.4	52	50
精锌需求	650	665	680	685
增速	-5.8%	1.5%	2%	0.75%
精锌平衡表	-13.7	11.4	14	32

数据来源：ILZSG，Wind，铜冠金源期货

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。