

2021年11月5日 星期五

走势回归基本面

锌价或区间运行



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●宏观上，美联储11月议息会议官宣Taper，符合市场预期，且并未释放出更加鹰派的预期，短期宏观风险降低。基本上，海外电价涨势放缓，印度的煤炭短缺问题未进一步发酵，市场对海外供应大幅收紧担忧驱缓，但能源危机尚未完全解除，海外供应仍有可能释放不及预期。国内冶炼企业冬储叠加能蒙古限电影响矿山生产，原料供需相对偏紧，国产加工费环比小幅回落，进口加工费低位维稳。精炼锌方面，随着煤炭供应增加，限电影响驱缓，供应边际改善预期不断增强。

●终端消费总体表现偏弱，汽车产销受芯片供应改善而环比回升，但基建板块尚未显现发力，地产下行风险较大。传导至初端表现为旺季不旺，且进入11月份，北方采暖季环保监管升级叠加疫情管控，初端消费存进一步走弱的风险，市场交易逻辑逐步由供应端转向消费端。

●整体来看，海外电价高位回落，市场修正前期供给收紧预期，锌价走势回归基本面。国内限电影响减弱，供应存增加预期，放量或有限，需求偏弱但保持韧性，库存低位支撑仍存，预计锌价难深跌，11月主要运行区间或在22500-25000元/吨。

风险提示：海外能源危机再起，国内供给超预期恢复

目录

一、 锌市场行情回顾.....	4
二、 锌基本面分析	4
1、 全球锌矿修复增长，精炼锌缺口收窄.....	4
2、 国产加工费环比回落，进口矿环比下降.....	5
3、 海外炼厂减产扰动，国内仍受限电制约.....	7
4、 高价锌抑制，初端消费表现较弱.....	8
5、 终端消费维持弱势.....	10
6、 海外库存延续回落，国内库存低位累库.....	12
三、 总结与后市展望	13

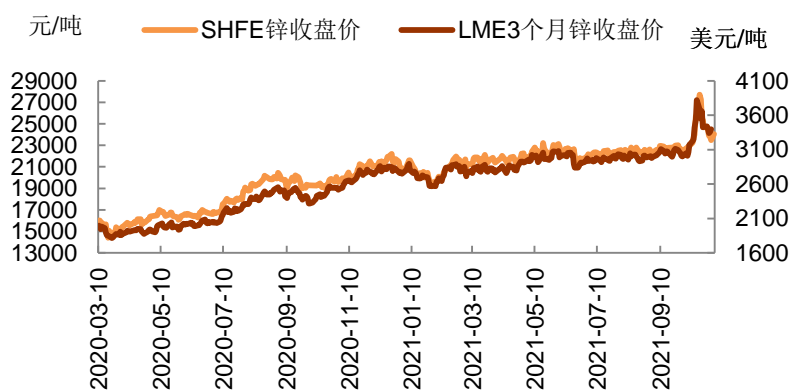
图表目录

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 海外主要矿企季度产量	5
图表 5 锌矿产出明显恢复，但仍未修复至疫情前水平	6
图表 6 国产加工费连续环比回落，进口加工费维稳	6
图表 7 锌矿进口量环比大降	6
图表 8 国内精炼锌产量	7
图表 9 国内矿山及炼厂利润变化	7
图表 10 精炼锌进口量环比大增，同比仍处低位	8
图表 11 进口维持亏损扩大	8
图表 12 各省月度产量变化预估	8
图表 13 镀锌企业开工率	9
图表 14 压铸锌企业开工率	9
图表 15 氧化锌企业开工率	10
图表 16 四季度基建投资增速有望温和增长	11
图表 17 8 月起专项债券发放加快	11
图表 18 房地产投资增速持续回落	11
图表 19 芯片危机缓解，汽车产销环比回升	11
图表 20 白色家电产量增速放缓	12
图表 21 白色家电出口增速回落	12
图表 22 上期所库存缓慢抬升	12
图表 23 LME 库存延续回落	12
图表 24 社会库存低位累库	13
图表 25 保税区库存维持低位	13

一、锌市场行情回顾

10月沪锌主力Zn2111期价呈现冲高回落走势。上半月，欧洲能源危机导致电价飙升，新星及嘉能可相继宣布欧洲炼厂减产，市场担忧全球精炼锌四季度供应缺口扩大，同时全球能源价格大涨，也推动了市场对通胀的预期，内外锌价暴涨，锌价由24000元/吨附近一路暴涨至27720元/吨，短短几日涨幅达15.5%，盘中几度出现罕见的涨停板。不过自10月19日晚间国家发展改革委官方微信公众号发文表示，研究依法对煤炭价格实施干预措施。市场对能源危机的交易逻辑迅速冷却，前期受益于能源危机的有色品种全线大跌，沪锌亦跟随回调，连收六根阴线，锌价回落至新星宣布减产前的水平，前期多单获利减仓显著，持仓量回归至正常水平。随着市场悲观情绪不断消化，锌价承压于24000一线下方窄幅运行，截止至10月30日期价收至22315元/吨，月度涨幅达4.22%。伦锌走势强于沪锌，月中亦呈现冲高回落走势，月中摸高3944美元/吨，月底收至3397.5美元/吨，月度涨幅达12.78%。

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

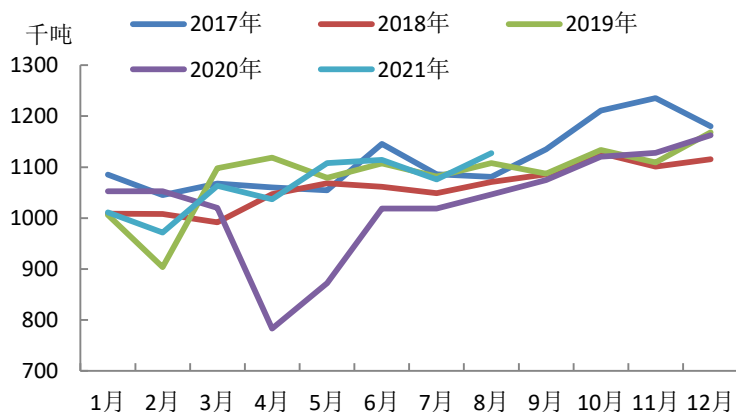
1、全球锌矿修复增长，精炼锌缺口收窄

ILZSG 最新数据显示，2021年8月全球锌矿产量为 112.71 万吨，当月同比增长4.65%，环比增长4.8%。月度锌矿产量恢复至疫情前水平，且为近五年同期高位。8月份全球精炼锌产量117.32 万吨，环比增长0.98%，同比增长3.63%，增速有所下滑。8月全球消费量达118.81 万吨，环比减少1.17%，同比增加8.9%，增速有所下滑。8月份全球锌的供应缺口缩小到14900 吨。前8个月，全球锌供应缺口达到57,000吨，而2020年同期为供应过剩446,000吨。

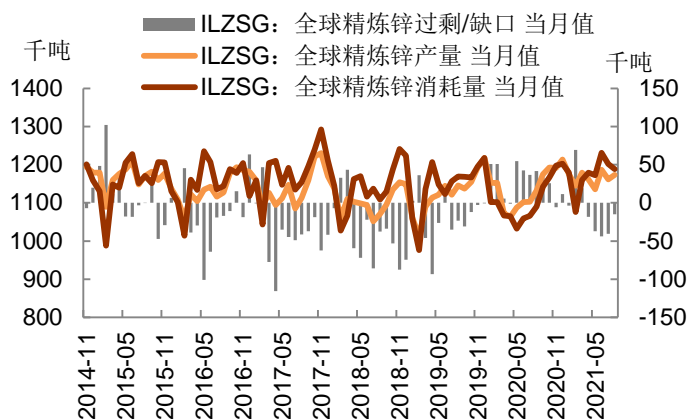
从海外主要上市矿企公布的三季度产量报告情况来看，多数企业矿产自2020年三季度以

来逐步恢复，当前已有过半企业产量已修复至疫情前水平。且本轮矿企多维持二季度全年产量指引，未出现进一步产量下调。整体来看，全球疫情缓解，四季度锌矿产量仍会持续修复和增长，不过考虑到此前部分矿企下调全年生产计划，且新增矿山项目存延期可能，全年锌矿供应恢复或不及预期，我们下调增量至20万吨，全年锌矿供应或小幅偏紧。

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 海外主要矿企季度产量

	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	Q3 环比
五矿资源	6.86	7.08	5.3	6.01	6.16	6.16	6.84	5.81	6.18	6.43%
嘉能可	27.33	26.83	29.56	25.45	31	31.03	28.26	29.92	27.4	-8.42%
印度斯坦锌	21.9	23.5	24.9	20.2	23.8	24.4	28.8	22.1	24.8	12.22%
加拿大泰克	16.93	14.89	12.96	9.48	15.95	17.91	14.6	16.8	14.43	-14.1%
Nexa Resources	9.7	8.27	7.69	6.24	8.19	9.19	7.74	8.16	7.99	-2.08%
波利顿 boliden	7.55	7.29	6.36	7.40	7.67	7.19	6.76	7.27	6.53	-10.2%
伦丁矿业	3.5	3.89	3.7	3.12	3.28	4.14	3.34	3.48	3.88	11.4%
New Century Resources	2.62	2.81	2.83	3.44	3.36	3.24	3.04	3.17	2.89	-8.9%
佩诺而斯 Penoles	7.67	7.57	7.4	7.22	6.77	7.41	6.97	6.91	6.99	1.1%

资料来源：上市公司财报，铜冠金源期货

2、国产加工费环比回落，进口矿环比下降

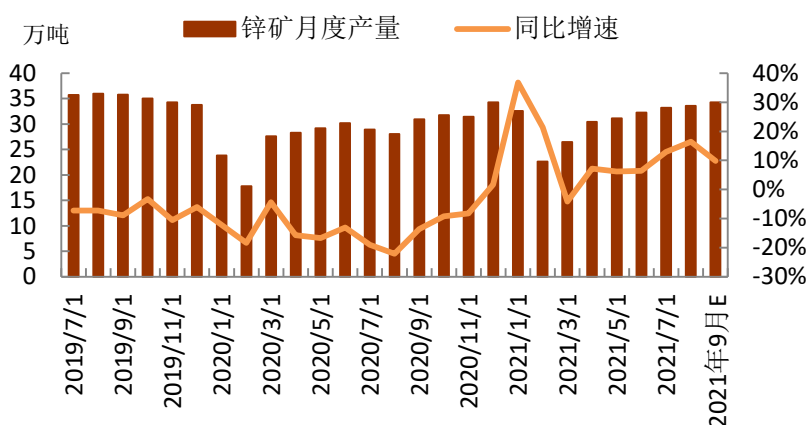
三季度国内锌矿产出明显恢复，但仍未修复至疫情前水平。据SMM数据显示，1-9月份国内锌矿产量累计为270万金属吨，较去年同期增加了24万金属吨，但低于19年同期的水平；其中三季度锌矿产量101万金属吨，较去年同期高13万金属吨，主因去年疫情导致低基数的影响，叠加前期新增产能投产，使得三季度国内锌矿增量明显，但国内环保政策和恶劣天气限制了锌矿产量修复至疫情前水平。10月国内北方矿山逐步进入季节性生产淡季，且受限电扰动，预计月度产量环比小幅下滑。

从今年内外锌矿加工费情况来看，今年前4个月内加工费均延续环比走弱的趋势，双双

跌至近两年半以来的低位。但自5月份起，内外加工费均止跌缓慢回升，近入9月加工费涨势放缓，10、11月加工费小幅回落。SMM最新月度数据显示，11月国内锌矿加工费下降50元/吨至3900-4300元/吨，进口矿加工费持平于75-85美元/吨。国内内蒙古限电导致部分矿山减产，叠加国内炼厂冬储，使得锌矿供应小幅趋紧，加工费小幅下滑。不过，伴随着北方进入采暖季，国内能源供应仍显偏紧，而南方地区将进入枯水期，当地炼厂难以较大幅度提产，限制对矿端需求，预计后期加工费下行幅度有限。

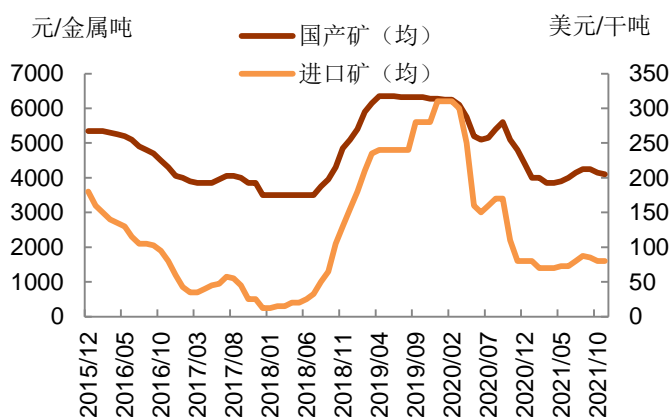
锌矿进口方面，海关数据显示，9月进口锌精矿为25.4468万吨，环比下降16.3%，同比下降3.92%。1-9月累计进口锌精矿达272.1617万，同比减少8.62%。从进口国别看，澳大利亚、秘鲁及哈萨克斯坦进口量均出现环比下滑，其中澳大利亚降幅最大，达5.18万吨。前期国内炼厂受限电影响对矿需求减少，叠加进口亏损持续扩大至700元/吨以上，矿商将部分散单货源销售至其它国家，使得进口矿下降。对于10月，进口窗口持续关闭，且炼厂依旧受限电影响，预计进口矿环比难现大幅增加，预计在26-28万吨。

图表5 锌矿产出明显恢复，但仍未修复至疫情前水平



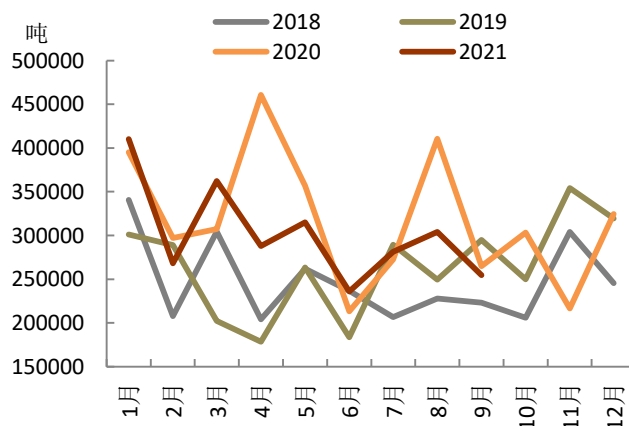
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表6 国产加工费连续环比回落，进口加工费维稳



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表7 锌矿进口量环比大降

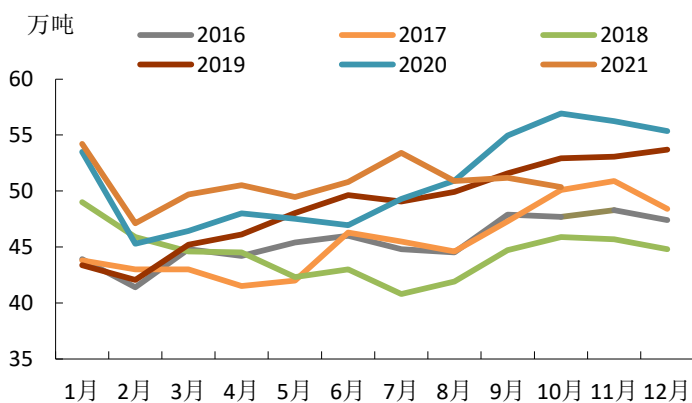


3、海外炼厂减产扰动，国内仍受限电制约

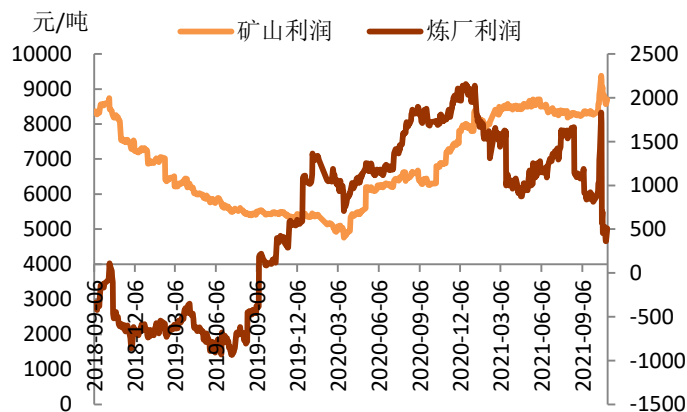
近期海内外精炼锌供应受到来自能源方面的扰动。受极端高压、大面积干旱等极端天气侵袭，欧洲大力发展的风力与水力发电量在年内骤降，此外，天然气价格上涨造成的发电成本上升，逐渐走高的成本让很多工厂减产甚至停工。9月23日海外消息，因电力成本飙升，Nyrstar在荷兰一家大型锌冶炼厂Budel-Dorplein不得不在用电高峰期削减产量。10月13日，Nyrstar宣布将进一步削减其三家欧洲冶炼厂的锌产量，减产高达50%。随后10月16日，嘉能可宣布将削减其欧洲三家锌冶炼厂的产量。两家企业年度产量合计在160万吨左右，约占全球年度产量的11.7%。此外，市场担忧同样饱受煤炭能源价格上涨之苦的印度加入减产，多头情绪被点燃，锌价暴涨20.5%。不过10月28日普京告诉俄罗斯天然气工业公司，一旦该公司完成国内补库存，则从11月8日开始填补其欧洲储气设施。尽管俄罗斯向欧洲增加天然气供应仍具不确定性，但10月底以来欧洲各国电价涨势放缓，且近日市场传言新星将恢复欧洲三家炼厂的生产。整体看，前期因能源价格上涨倒逼炼厂减产的恐慌情绪暂告一段落，但全球范围内能源危机仍未完全解除，海外供应仍有可能释放不及预期。

国内方面，10月仍有部分省份受限电影响，如广西和湖南，同时云南地区进入枯水期后，部分炼厂下调计划产量。不过，月中旬国家对煤炭系干预增多，煤炭供应紧缺度缓解，部分省份限电影响驱缓，炼厂积极恢复生产。此外，内蒙及新疆地区炼厂检修后复产也供应一定增量。预计10月精炼锌产量在50.1万吨，环比减少1.1万吨，也较月初预期的减少0.25万吨。对于11月，限电影响或进一步驱缓，部分炼厂复产，但甘肃、葫芦岛部分地区限电限产仍有影响，精炼锌月度产量或难大幅放量。

图表8 国内精炼锌产量



图表9 国内矿山及炼厂利润变化



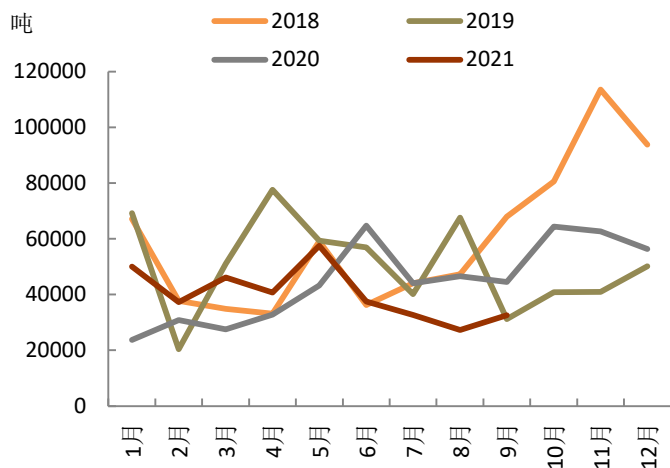
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

进口方面，海关数据显示，9月进口精炼锌3.26万吨，环比增加19.44%，同比下降26.69%。出口精炼锌18吨，净进口3.26万吨。1-9月累计进口36.18万吨，同比增加1.08%。进口国分项数据来看，韩国、哈萨克斯坦环比增幅较为明显，澳大利亚环比减少8500吨。因前期新疆阿拉山口地区运输有所恢复，且部分非盈利性长单及前期锁价货物大量报关，进口量环比大幅

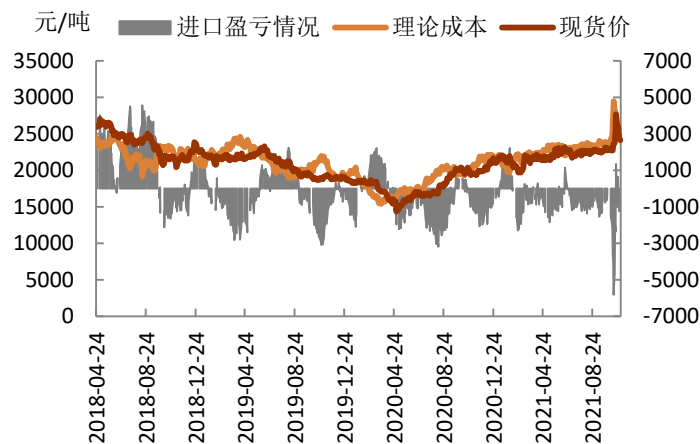
增加。不过，锌锭进口窗口长期维持关闭，9月底一度扩大至1000元/吨，而10月内外比价延续下行吗，亏损进一步走扩，预计10月进口量将大幅减少。

此外，国储局第四批5万吨货源于10月中下旬陆续抵达下游企业，缓解了供应问题。10月底国储局未公布第五批抛储情况，但或在路上，后期仍有累库的风险。

图表 10 精炼锌进口量环比大增，同比仍处低位



图表 11 进口维持亏损扩大



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 12 各省月度产量变化预估

月份	地区	影响量（万吨）
10月	广西	-3500
10月	湖南	1250
10月	辽宁	0
10月	内蒙	0
10月	陕西	-323
10月	云南	4018
10月	四川	2250
10月	新疆	3000
10月	江西	-2000
10月	其它	-2516
合计		-5857

数据来源：SMM，铜冠金源期货

4、高价锌抑制，初端消费表现较弱

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。

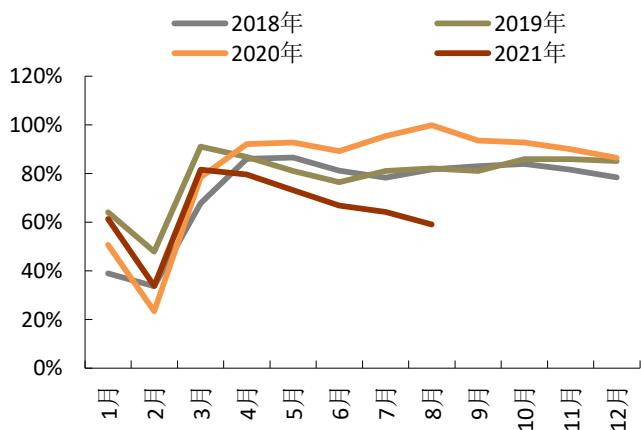
从初端企业调研情况来看，10月上半月锌价暴涨，镀锌板块终端接受度下降，采购明显减少，叠加限电影响持续，拖累企业开工。下半月锌价及钢材价格大跌，市场看跌情绪较浓，且终端项目不足，镀锌管企业开工下滑；镀锌结构件企业因利润不足，生产积极性有限。后期，随着冬季来临，北方将进入采暖季，镀锌企业加工将进一步受限。

压铸锌合金企业10月上半月开工下滑，一方面浙江、广东及福建等地限电限产，叠加国庆长假，影响开工；另一方面锌价涨幅过大，终端观望情绪较浓，抑制采购；不过进入10月下旬，锌价高位回落后，终端企业采购需求增加，且宁波地区限电缓解，部分企业恢复生产，带动开工回升。此外，华东地区服装版块拉链订单好转，部分饰品板扣等小五金订单贡献部分增量，但出口订单总体依然维持疲弱。

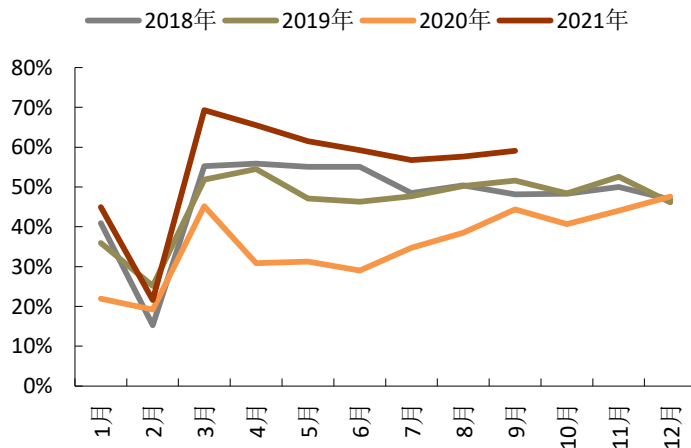
氧化锌方面，除了处于旺季的饲料级氧化锌表现尚可外，其它级氧化锌终端因锌价高企抑制需求，部分企业以停产来应对。下半月锌价高位回落，部分企业备库。而轮胎级氧化锌企业开工虽低位反弹，但轮胎终端库存偏高，订单量增长有限；其他版块方面，除饲料订单有所增长以外，其他订单表现不佳；整体订单情况较差。

整体来看，10月初端消费受限电限产和锌价波动影响开工率整体偏低。下半月，锌价高位回落其而部分地区限电放宽，压铸锌合金企业开工好转，但镀锌及氧化锌板块仍表现一般。进入冬季，采暖季限电将继续限制初端企业开工，同时北方严寒户外停工，也限制镀锌板块表现。

图表 13 镀锌企业开工率

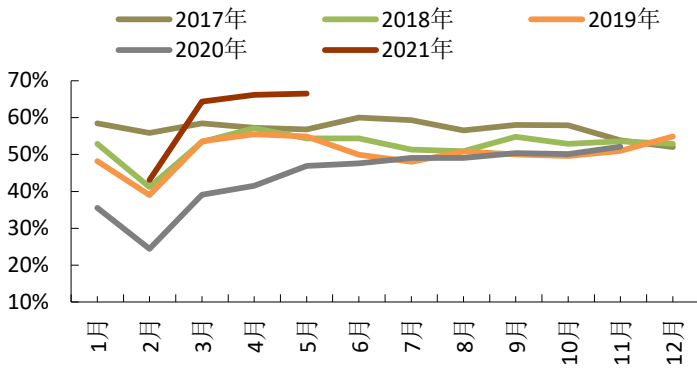


图表 14 压铸锌企业开工率



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 15 氧化锌企业开工率



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

5、终端消费维持弱势

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：统计局数据来看，1-9 月份，固定资产投资同比增长 7.3%；较 1-8 月回落 1.6 个百分点。其中，1-9 月基建投资同比增长 1.5%，较 1-8 月回落 1.4 个百分点。

今年以来基建投资增速均呈现下滑态势，受制于上半年地方专项债投放慢于往年及投资项目缺乏。不过，自 8 月以来，地方专项债发放增速明显加快。且近日财政部要求新增专项债尽量在 11 月底前发行完，预计 11 月发行规模将达 9061 亿元。此外，在国内疫情反复和极端天气的影响逐渐消散后，基建托底经济的诉求有所提高，加之专项债资金逐步落地，四季度基建投资有望触底回升。

房地产方面：房地产投资加速下行，1-9 月房地产开发投资累计同比 8.8%，前值 10.9%，全年延续下滑态势，两年复合增长 7.2%。从单月数据来看，7 月、8 月、9 月地产行业各项数据均呈连续恶化态势。9 月份，新开工面积两年平均增速-7.9%，与上月基本持平。商品房销售两年平均增速-3.5%，比上月下降 1.5 个百分点。竣工面积两年平均增速-9.4%，比上月大幅下降 17 个百分点，环比增速近五年首次负增长。

整体来看，地产投资增速仍有继续下行的风险，国庆前后部分城市第二批集中供地依旧遇冷，流拍率上升、溢价率下降，这对后续土地购置费和新开工面积均将产生负面影响。此外，10 月 23 日，新华社发布消息称，将在部分地区开展房地产税改革试点工作。房地产税的实施，短期来看，会进一步影响房企的拿地意愿。而前期房企赶工，竣工端强于季节性，前期透支后竣工预计难现高增速。

从汽车方面来看：中汽协数据显示，9 月，汽车产销分别达到 207.7 万辆和 206.7 万辆，

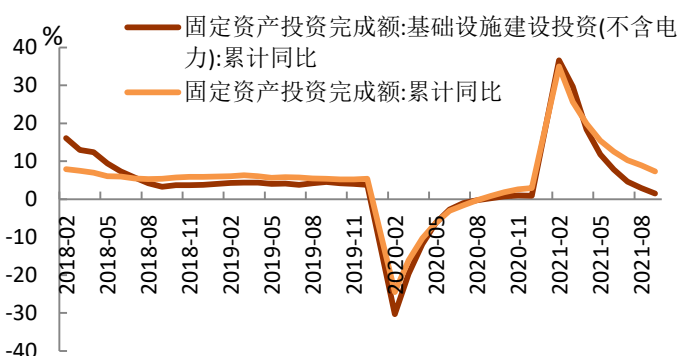
环比增长 20.4%和 14.9%，同比下降 17.9%和 19.6%。1-9 月，汽车产销分别达到 1824.3 万辆和 1862.3 万辆，同比增长 7.5%和 8.7%，增速较 1-8 月继续回落。从数据来看，国内汽车旺季不旺已呈定局，不过随着马来西亚疫情缓解，芯片短缺问题有所改善。对于四季度，芯片问题仍将困扰汽车产销，同时受去年同期高基数影响，今年汽车产销同比增速或依旧远不及去年同期，不过或好于二、三季度。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，9 月空调产量转为负增长 6.9%；冰箱产量同比下降 18.5%，降幅小幅收窄；彩电产量同比下降 14.6%，降幅连续两个月收窄；洗衣机产量负增长 12.2%，降幅扩大。进出口来数据显示，9 月空调出口同比降幅继续收窄至 0.5%；冰箱出口同比降幅收窄至 7.4%；洗衣机出口同比降幅小幅扩大至 26%；液晶电视出口同比降幅大幅收窄至 4.6%。

9 月四大白色家电产量齐降，除洗衣机出口增速延续下行外，其它三哥出口均有所好转，但同比增速仍呈现负值。总的来看，白色家电板块表现仍显偏弱。

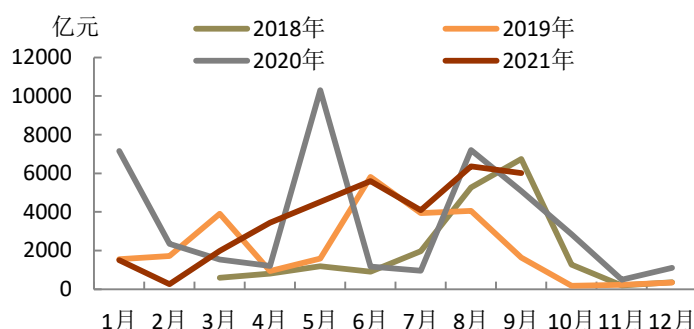
综上所述，终端总体表现偏弱，地产在严监管下，投资增速延续下滑，拖累新开工及竣工；基建板块尚未发力，但四季度地方专项债发行加快，且存托底需求，基建投资有望触底回升，有望提振镀锌、氧化锌需求；芯片短缺问题有所改善，汽车产销环比增速回升，提振氧化锌需求；白色家电产量及出口均表现欠佳，难言对锌合金需求提振。

图表 16 四季度基建投资增速有望温和增长

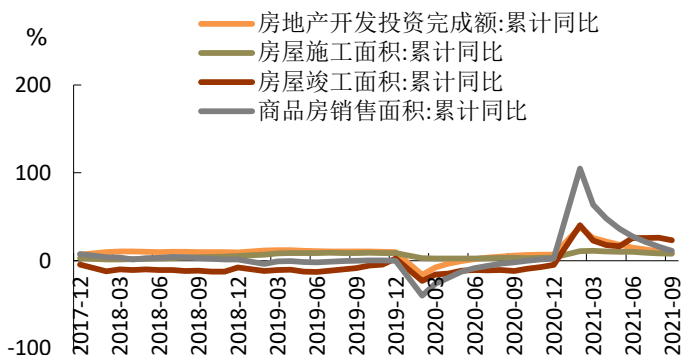


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 17 8 月起专项债券发放加快

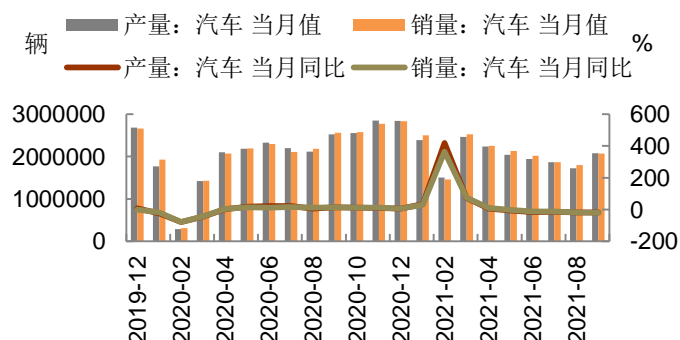


图表 18 房地产投资增速持续回落

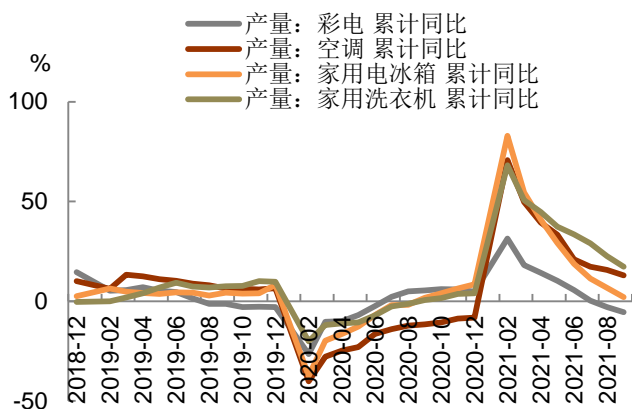


数据来源：Wind，铜冠金源期货

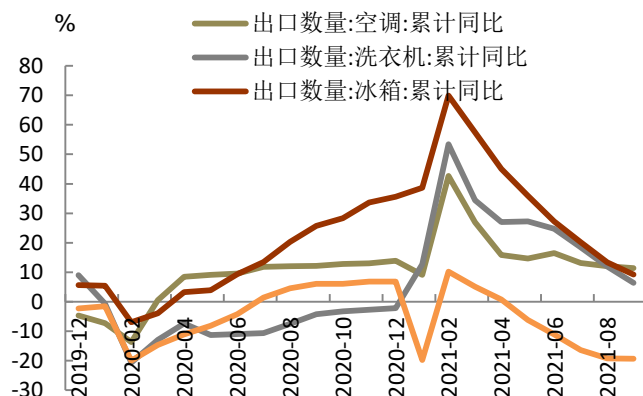
图表 19 芯片危机缓解，汽车产销环比回升



图表 20 白色家电产量增速放缓



图表 21 白色家电出口增速回落

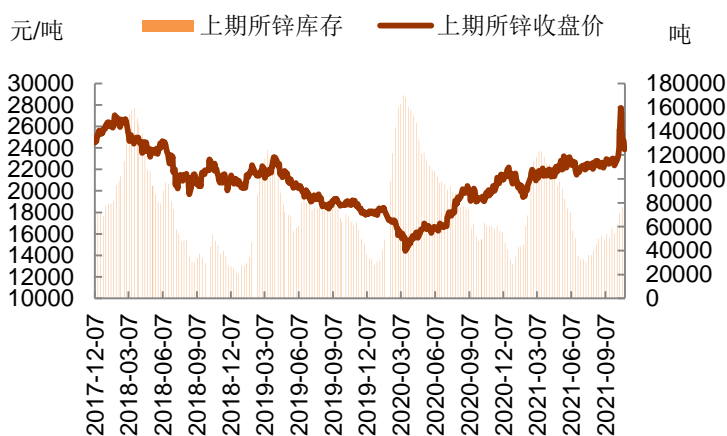


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

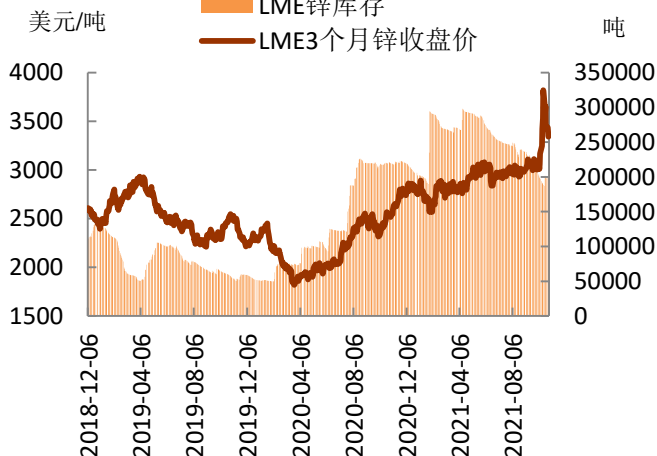
6、海外库存延续回落，国内库存低位累库

伦锌库存自4月中旬攀升至年内高位后，稳步下滑，8月底短暂止跌，9、10月延续回落。10月上旬现货由贴水转为升水，交割货源增加，19日库存单日增加14800吨至201700吨，下旬库存重回缓慢下行态势，截止至月底，库存降至197400吨，月度减少11475吨。上期所库存自7月中旬以来出现低位缓慢抬升的态势，截止至10月30日，库存报收74842吨，月度增加20092吨。社会库存自7月中旬以来亦呈现低位回升态势，国庆节前小幅去库，节后锌价暴涨，下游采购减少，叠加第四批国储货源陆续抵达下游厂商，去库小幅累积，但绝对值仍处偏低水平，截止至10月29日，库存报收14.36万吨，月度增加2.38万吨。保税区库存月底减少0.04万吨至2.69万吨，目前进口窗口维持关闭，且月中内外比价大幅收窄，进口亏损一度走扩至3000元/吨以上，月中仅少量非盈利货源流入，预计短期保税区库存将维持低位。

图表 22 上期所库存缓慢抬升

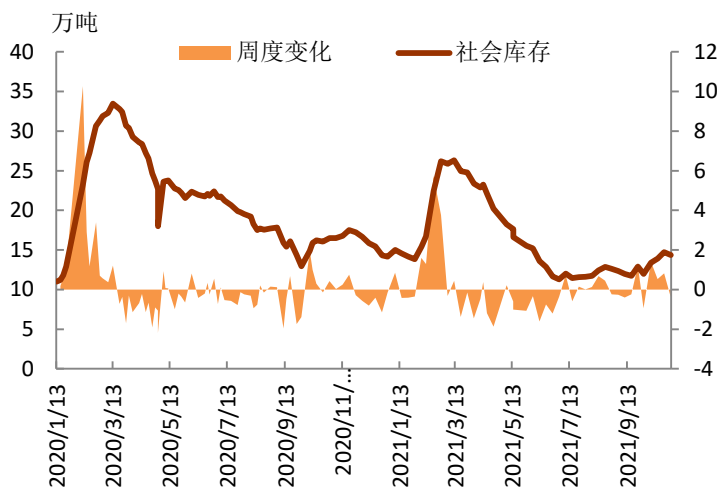


图表 23 LME 库存延续回落



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 24 社会库存低位累库



图表 25 保税区库存维持低位



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

宏观上，美联储 11 月议息会议官宣 Taper，符合市场预期，且并未释放出更加鹰派的预期，短期宏观风险降低。基本上，海外电价涨势放缓，印度的煤炭短缺问题未进一步发酵，市场对海外供应大幅收紧担忧驱缓，但能源危机尚未完全解除，海外供应仍有可能释放不及预期。国内冶炼企业冬储叠加能蒙古限电影响矿山生产，原料供需相对偏紧，国产加工费环比小幅回落，进口加工费低位维稳。精炼锌方面，随着煤炭供应增加，限电影响驱缓，供应边际改善预期不断增强。而终端消费总体表现偏弱，汽车产销受芯片供应改善而环比回升，但基建板块尚未显现发力，地产下行风险较大。传导至初端表现为旺季不旺，且进入 11 月份，北方采暖季环保监管升级叠加疫情管控，初端消费存进一步走弱的风险，市场交易逻辑逐步由供应端转向消费端。整体来看，海外电价高位回落，市场修正前期供给收紧预期，锌价走势回归基本面。国内限电影响减弱，供应存增加预期，放量或有限，需求偏弱但保持韧性，库存低位支撑仍存，预计锌价难深跌，11 月主要运行区间或在 22500-25000 元/吨。

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。