



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

供应稳定增加，需求左右平衡 ——2022年铜投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2021.12.11

品种：铜

供应稳定增加，需求左右平衡

——2022年铜投资策略展望

- **主要驱动因素：**美联储货币政策向正常化转变，美元将结束弱势。精矿供应明显改善，关注明年国内逆周期调节以及各行业需求。
- **供求角度：**预计精矿供应稳定增加，精矿产量稳定增加；明年下游需求将决定供求差异，其中新能源汽车产量快速增加对铜需求贡献明显增强。
- **预计价格主要运行区间：**LME铜7500-11500美元，上期所铜55000-85000元。

国内铜价走势回顾

上期所铜活跃合约连续图（元/吨）

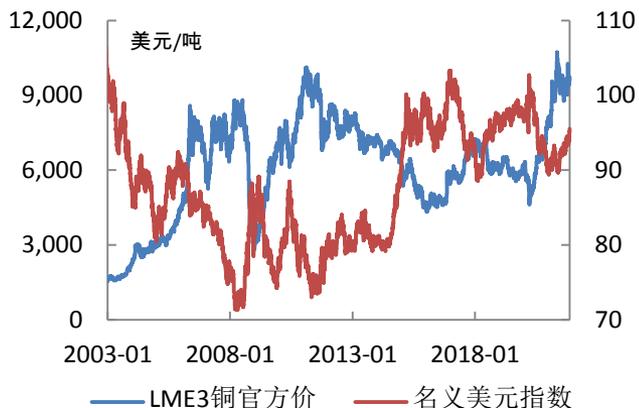


- 铜价走势总结：年初LME铜价达到历史高位10747.5美元，国内也创出了15年的高点。随着国内需求的回落，美联储货币政策计划回归正常化，以及疫苗的大面积接种，精矿供应的逐步恢复，使得铜价在二季度明显回落，并创出年内低点。铜价的回落使得三季度下游企业出现补库，并伴随全球库存的持续下降。四季度，LME出现挤仓现象，现货升水创出历史高位1103.5美元；全球低库存使得LME和上期所均出现了反向市场期限结构；临近年底，全球低库存与市场对未来需求疲弱的预期相抵，达到阶段性平衡。

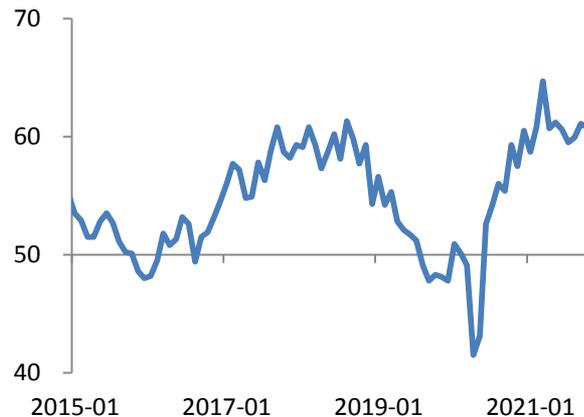
美联储11月启动减少购债

- 最新美联储议息会议表示，今年11月开始减少购债，并于明年年中结束。
- 美国经济前景越来越向好。美国10月失业率已降至4.6%，制造业指数延续处于扩张区间。
- 因美元与铜价的负相关性，美元结束疲弱走势将使得铜价失去一个强有力的支撑。
- 美联储上次退出量化宽松并未使得美元立刻走强，美元真正走强出现在加息时段。

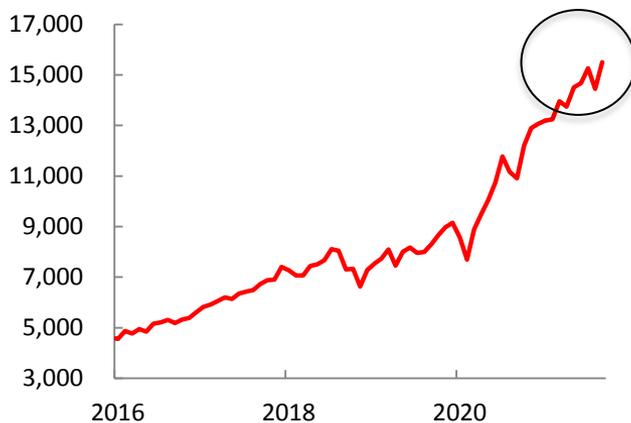
美元指数与铜价（美元/吨）



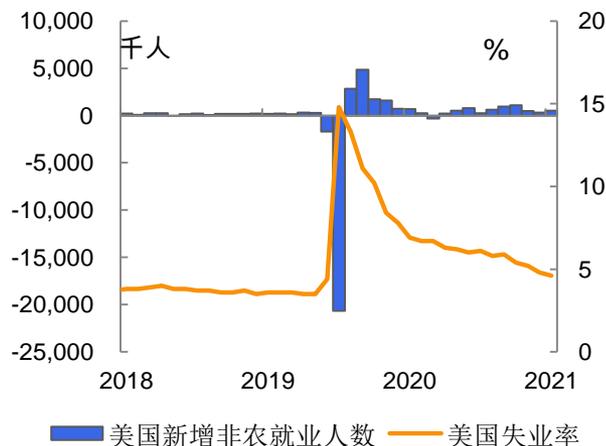
美国采购经理人指数（PMI）



美国纳斯达克综合指数



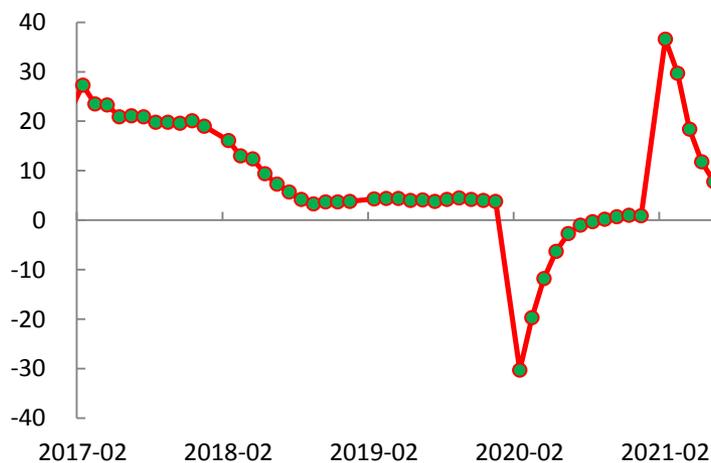
美国非农就业人数与失业率



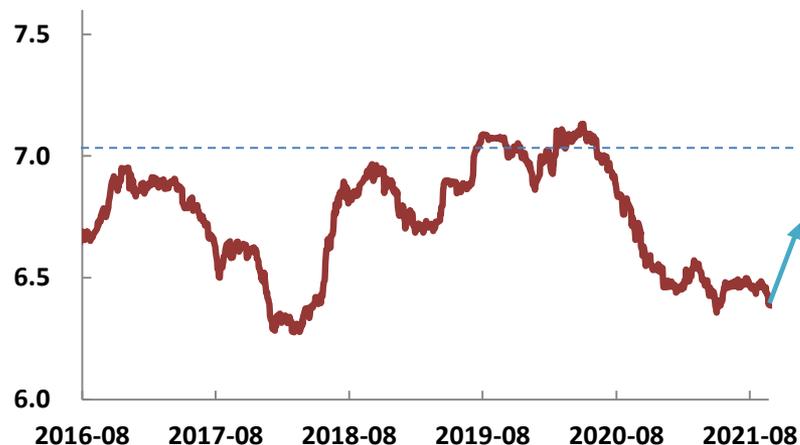
国内基建增速回落，明年人民币可能趋弱

- 今年国内基建延续低速增长，今年前10个月累计增长仅0.72%，呈现逐月回落的态势。
- 电力投资增速逐步回落，尤其是前10个月电网投资累计近乎零增长，拖累铜需求。电源投资增速回落至5%以下。电力投资中电源投资已大于电网投资。
- 人民币汇率由去年5月份的7.20持续升值至今年5月底的6.36，升幅近12%。近阶段维持在6.40附近。
- 在美联储货币政策转向的情况下，美元企稳，人民币汇率也相应企稳。如果未来美元走强，将可能会促人民币汇率走弱。

中国基建投资累计同比（不含电力，%）



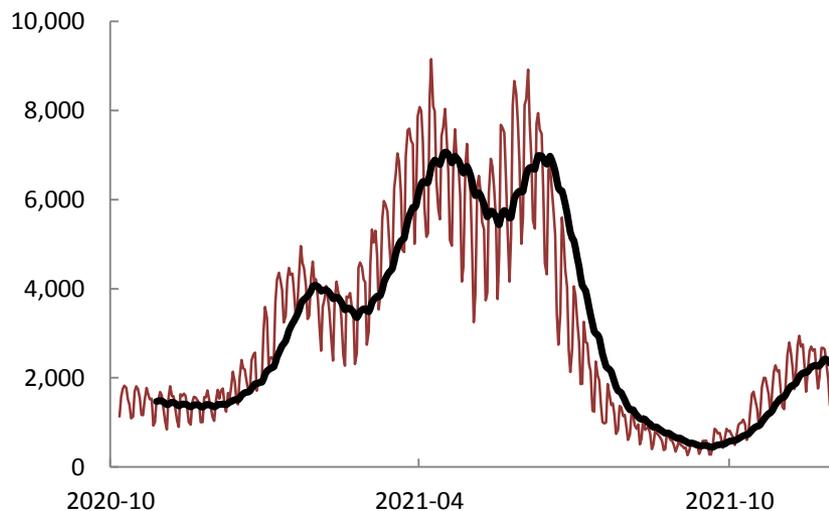
人民币兑美元汇率（¥/\$）



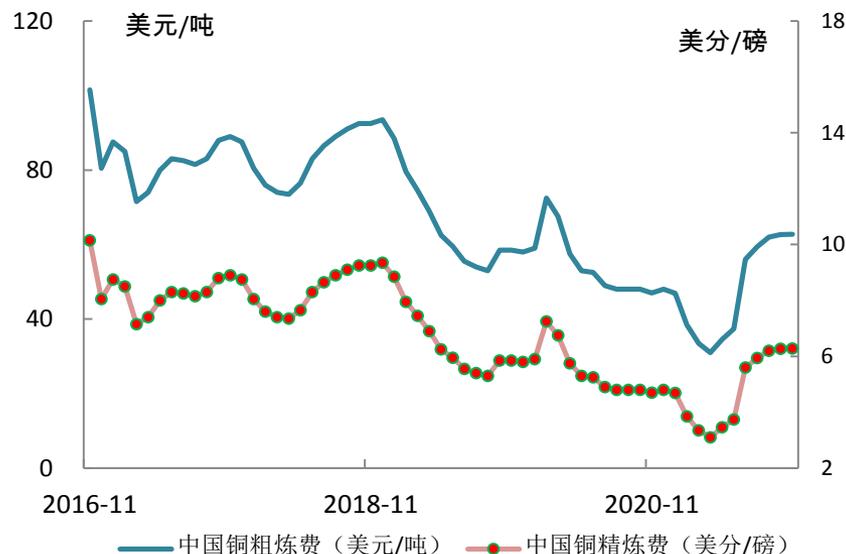
精矿供应明显改善，精矿加工费有望略好于去年

- 根据世界卫生组织的统计，智利目前新增感染人数有所回升。截止11月中旬智利每日新增感染人数回升后再次回落，同时未见对铜矿供应明显影响的报道。
- 2021年度长单精矿加工费为59.5美元。由于全球矿供应恢复稳定增长，尤其非洲等地区矿供应明显增加，现货精矿加工费已回升至60-65美元，精矿供应明显改善。多起罢工事件快速平息，使得担忧情绪下降。预计明年长单精矿加工费可能高于60美元。

智利新增感染人数（人）



中国月度铜矿加工费（美元/吨，美分/磅）



全球精矿小幅增长

- 根据国际铜研究小组的数据来看，上半年同比增加4.05%，精矿供应稳定增长。
- 近期矿山中断事件逐步减少，前期矿山中断事件也未对铜矿产量造成明显影响。全球最大的ESCONDIDA矿山以及智利CASERONES和ANDINA等矿山罢工事件的平息，使得矿供应得以稳定。

全球铜矿产量（单位：千吨）

| 单位（千吨） | 2019 Q1 | 2019 Q2 | 2019 Q3 | 2019 Q4 | 2020 Q1 | 2020 Q2 | 2020 Q3 | 2020 Q4 | 2021 Q1 | 2021 Q2 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全球铜开采量 | 4,851 | 5,086 | 5,255 | 5,381 | 4,974 | 4,984 | 5,225 | 5,430 | 5,144 | 3,478 |
| 北美 | 628 | 661 | 665 | 664 | 632 | 614 | 648 | 663 | 631 | 425 |
| 中南美洲 | 2,020 | 2,115 | 2,205 | 2,311 | 2,003 | 1,948 | 2,083 | 2,194 | 1,975 | 1,372 |
| 智利 | 1,346 | 1,416 | 1,487 | 1,572 | 1,403 | 1,430 | 1,429 | 1,471 | 1,373 | 948 |
| 秘鲁 | 587 | 605 | 623 | 651 | 515 | 434 | 564 | 635 | 531 | 369 |
| 欧洲 | 404 | 415 | 427 | 410 | 418 | 441 | 436 | 458 | 433 | 278 |
| 亚洲 | 892 | 911 | 968 | 978 | 940 | 977 | 1,010 | 1,084 | 1,051 | 697 |
| 中国 | 369 | 391 | 427 | 454 | 425 | 448 | 454 | 461 | 447 | 299 |
| 哈萨克斯坦 | 165 | 180 | 181 | 181 | 172 | 161 | 174 | 207 | 174 | 114 |
| 印度尼西亚 | 93 | 82 | 111 | 93 | 91 | 112 | 133 | 151 | 168 | 116 |
| 大洋洲 | 257 | 276 | 250 | 258 | 236 | 242 | 235 | 238 | 245 | 164 |
| 澳大利亚 | 234 | 247 | 224 | 231 | 215 | 219 | 220 | 219 | 224 | 149 |
| 非洲 | 539 | 559 | 565 | 568 | 564 | 618 | 630 | 607 | 605 | 408 |
| 赞比亚 | 202 | 190 | 191 | 189 | 199 | 215 | 220 | 217 | 213 | 141 |
| 刚果民主共和国 | 300 | 332 | 341 | 344 | 333 | 377 | 381 | 361 | 364 | 248 |
| 其他国家 | 111 | 149 | 175 | 191 | 181 | 144 | 184 | 186 | 204 | 133 |

注：2021Q2截止为5月份

资料来源：Bloomberg, 申万期货研究所

全球新增铜矿山项目及数量

全球新增铜矿山项目及数量（单位：千吨）

| 地区 | 项目 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-----------------------|--|-------|-------|-------|-------|
| Africa | Kakula - Kansoko - Kamoia | 0 | 50 | 130 | 285 |
| Africa | Kipushi Mill | 0 | 5 | 10 | 10 |
| Africa | Platreef Project (Contains Flatreef Deposit) | 0 | 0 | 2 | 2 |
| Asia | BKM Deposit | 18 | 30 | 45 | 45 |
| Asia | Chengmenshan | 5 | 10 | 15 | 15 |
| Asia | Grasberg Block Cave | 185 | 175 | 135 | 0 |
| Asia | Oyu Tolgoi Expansion | 0 | 15 | 40 | 85 |
| Asia | Yandera Project | 0 | 0 | 62 | 62 |
| Asia | Zjinshan | 20 | 21 | 22 | 22 |
| Australia | Carrapateena | 16 | 30 | 65 | 65 |
| Australia | Olympic Dam Expansion | 60 | 60 | 95 | 140 |
| Central/South America | Cobre Panama | 270 | 320 | 350 | 350 |
| Central/South America | Mirador | 50 | 75 | 92 | 92 |
| Chile | Centinela Second Concentrator | 0 | 70 | 120 | 120 |
| Chile | Chuquicamata Underground | 105 | 157 | 210 | 210 |
| Chile | El Teniente New Mine Level | 0 | 0 | 0 | 125 |
| Chile | Puquios | 0 | 10 | 15 | 15 |
| Chile | Quebrada Blanca Phase II | 0 | 75 | 135 | 275 |
| Chile | Spence Growth Operation | 0 | 93 | 185 | 185 |
| North America | Casino | 0 | 55 | 75 | 75 |
| North America | Florence | 10 | 20 | 36 | 36 |
| North America | Gunnison | 11 | 11 | 11 | 27 |
| North America | Northmet | 0 | 20 | 33 | 33 |
| North America | Rosemont | 0 | 0 | 60 | 125 |
| Peru | Mina Justa | 0 | 50 | 90 | 90 |
| Peru | Quellaveco | 79 | 158 | 315 | 315 |
| Peru | Tia Maria | 20 | 80 | 120 | 120 |
| 新增数量（千吨） | | | 740 | 878 | 456 |

明年新增精炼产能大于粗炼产能

- 据SMM统计，2022年计划新增冶炼产能约为68万吨。新增精炼产能88万吨，最大新建冶炼产能是大冶有色40万吨冶炼项目。
- “碳中和、碳达峰政策”使得市场预期国内冶炼产能未来增速将大概率放缓。
- 目前国储抛储计划至年底，已经进行四轮，共计11万吨，略低于市场预期。

中国新增铜冶炼产能（万吨）

| 公司名称 | 新增粗炼产能 | 新增精炼产能 | 使用原料 | 投产年月 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 紫金铜业 | 0 | 10 | 铜精矿 | 2021Q1 |
| 江铜宏源铜业 | 0 | 10 | 阳极铜 | 2021Q1 |
| 江西汇盈环保 | 0 | 12 | 废铜/阳极铜 | 2021Q4 |
| 合计 | 0 | 32 | | |
| 包头华鼎铜业 | 0 | 7 | 铜精矿 | 2022 |
| 大冶有色 | 40 | 40 | 铜精矿 | 2022Q3 |
| 铜陵有色 | 8 | 8 | 铜精矿 | 2022Q4 |
| 江铜富冶和鼎铜业 | 0 | 15 | 阳极铜 | 2022Q4 |
| 中条山有色集团 | 18 | 18 | 铜精矿 | 2022Q3 |
| 合计 | 68 | 88 | | |

贸易升水明显回升，产量增长不如预期

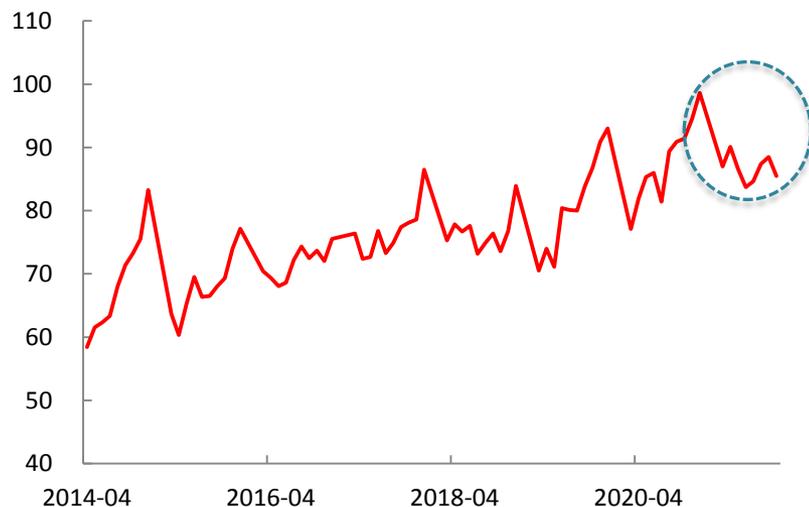
- 临近年底，随着全球库存下降，尤其是上期所库存降至5万吨下方，现货升水高企，推动进口意愿明显增强，贸易升水持续高位。目前处于110美元左右。
- 由于今年各地限电和检修，精炼铜产量低于市场预期。10月份产量为85.5万吨，1-10月份累计产量861.6万吨，同比增加8.4%。

上海贸易升水（美元/吨）



— 上海港贸易升水平均价（美元/吨）

中国精炼铜产量（万吨）

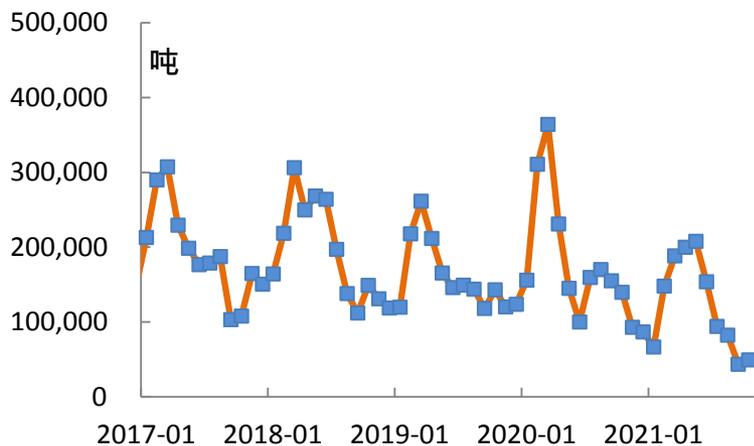


— 精炼铜产量（万吨）

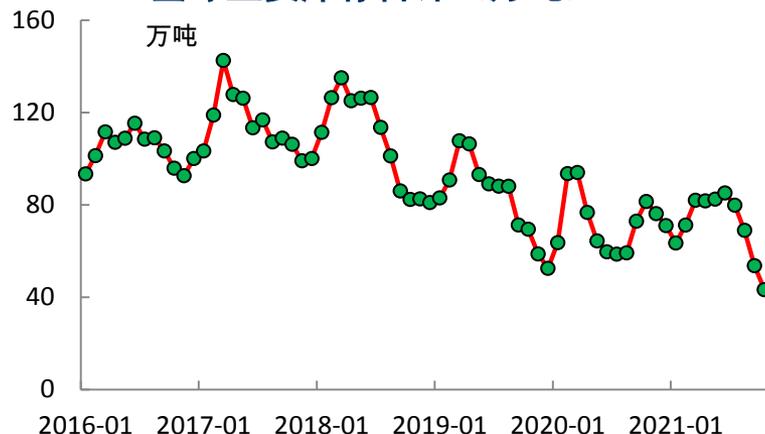
全球库存持续下降至多年低位

- 目前全球主要交易所加上海保税库库存为34万吨，连续四个月下降。
- 目前上期所库存仅为3.5万吨，连续五个月下降，远低于5月份的20.7万吨。
- 上海保税库由6月份最高的44万吨，降至目前的16.6万吨左右，降幅超60%。
- LME库存由最高的25.5万吨降至不足9万吨。

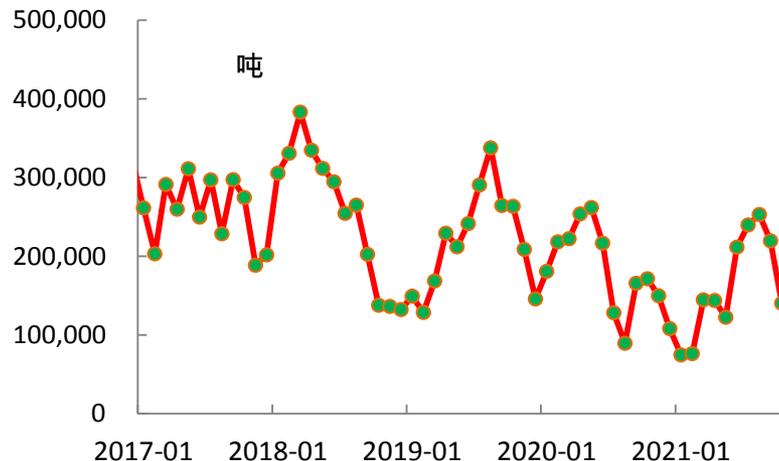
上期所库存（吨）



全球主要库存合计（万吨）



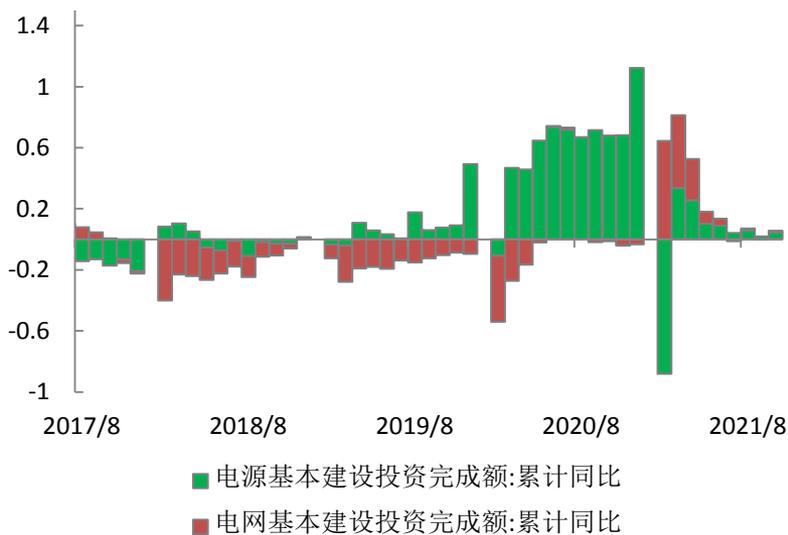
伦铜库存（吨）



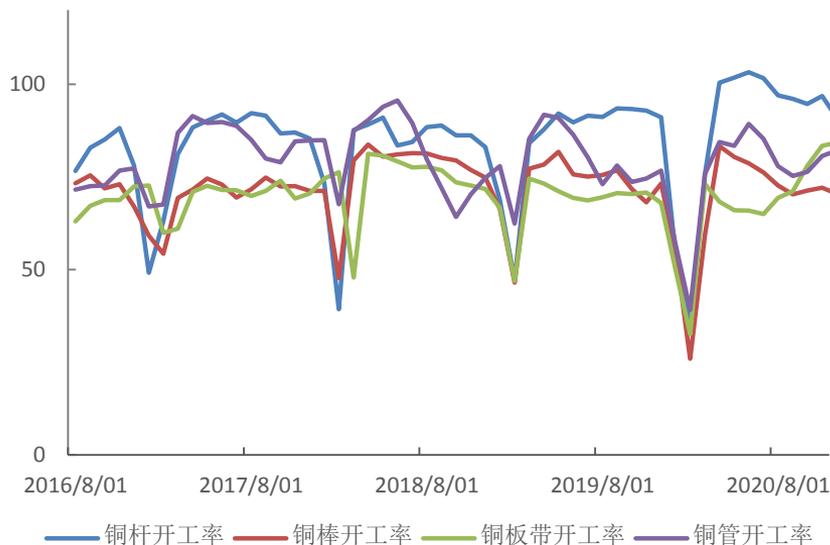
国内电力投资增速放缓（需求占比46%）

- 为改善能源结构，在“碳达峰和碳中和”的背景下，去年中国加大了清洁能源的投资。在去年高基数的情况下，今年前10个月电源投资同比增加4.5%。尤其是风电、核电和水电。“十四五”新能源发展规划新增装机3亿千瓦，到2025年将达到8亿千瓦，电源投资仍然具有较大增长潜力。
- 今年前10个月电源投资同比增加1.1%，明显低于市场预期。电网投资未来可能变化不大，主要因电网更需要“质”的变化而非“量”的变化。

电源基本建设投资完成额同比（%）



国内铜材企业开工率（%）



资料来源：Wind, 申万期货研究所

国内汽车虽弱，但用铜同比增加（需求占比11%）

- 今年汽车受芯片供应紧张影响，产销量连续5个月下降。10月份产销量同比下降8.6%和9.4%。
- 今年汽车出口大幅增长，连续11个月同比增速在两位数以上。
- 国内新能源汽车增长明显，前10个月同比增加191%。简单测算，虽然汽车产量下降，但由于新能源汽车产量增长明显，前10个月汽车对铜需求增长量较去年增加约10万吨。

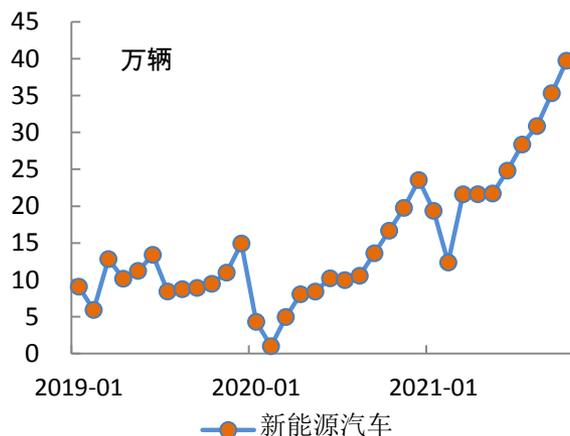
新能源汽车与传统汽车耗铜量比较

| 汽车类型 | 单位耗铜量（公斤/辆） |
|----------|-------------|
| 纯电动汽车 | 84KG |
| 插电混合汽车 | 61KG |
| 油电混合 | 40KG |
| 燃料电池电动汽车 | 30KG |
| 传统内燃机汽车 | 23KG |

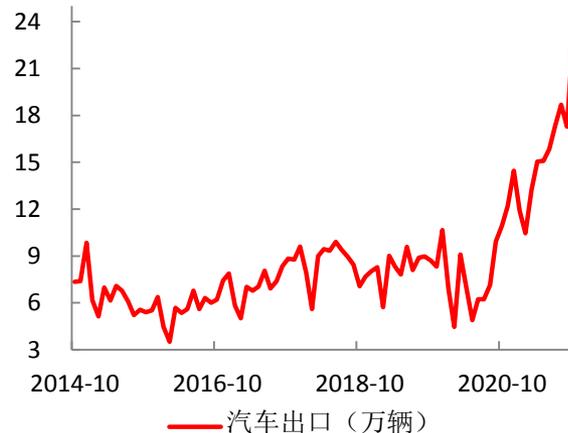
中国汽车产销同比（万辆）



新能源汽车产量（万辆）



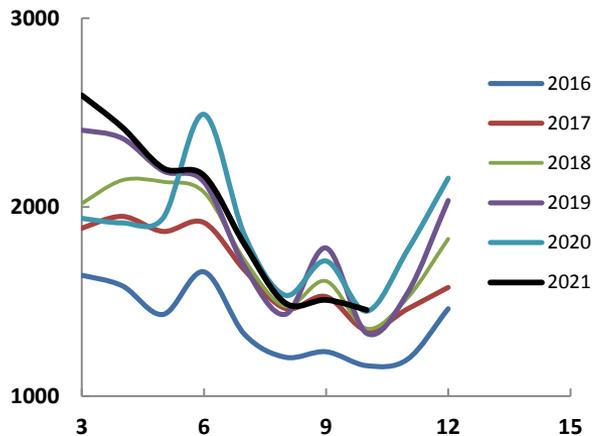
中国汽车出口（万辆）



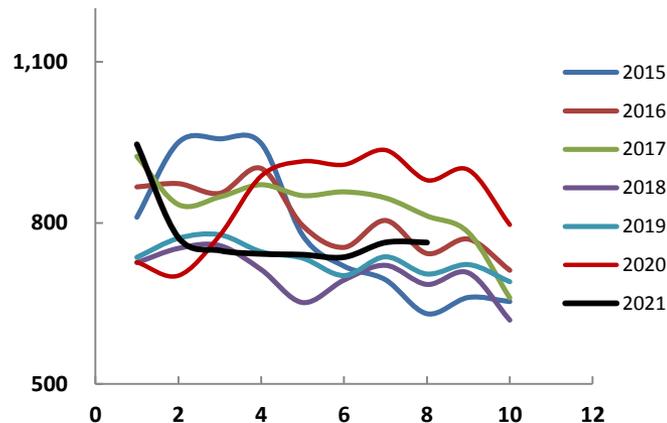
家电需铜量总体下降（需求占比14.6%）

- 今年前10个月空调累计产量1.8亿台，同比增长6%。
- 与铜最为相关的空调库存出现下降，降至1852万台，库存数量与年销售数量之比处于中性。
- 10月冰箱产量763.6万台，同比下降8.7%；前10个月累计产量7412万台，同比增长0.3%。库存处于五年来低位。
- 长期来看，汽车行业铜需求占比可能超过家电行业。

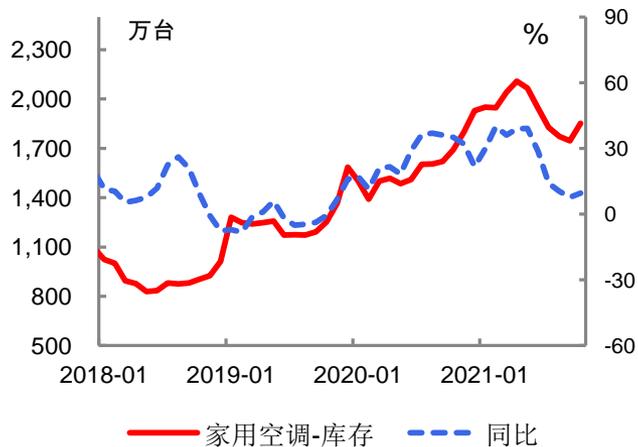
中国空调产量（万台）



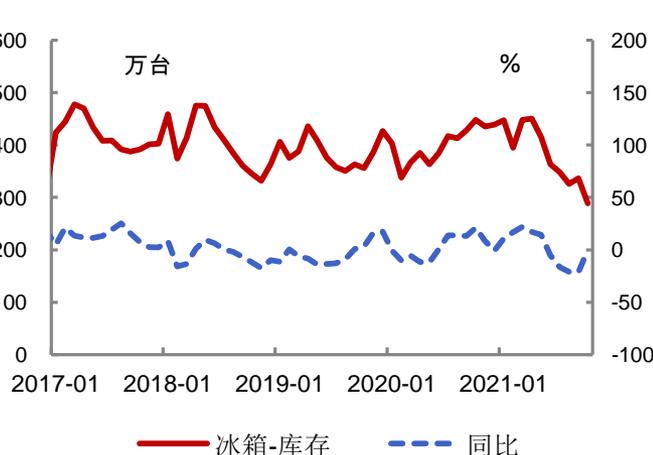
中国冰箱产量（万台）



中国空调库存（万台）



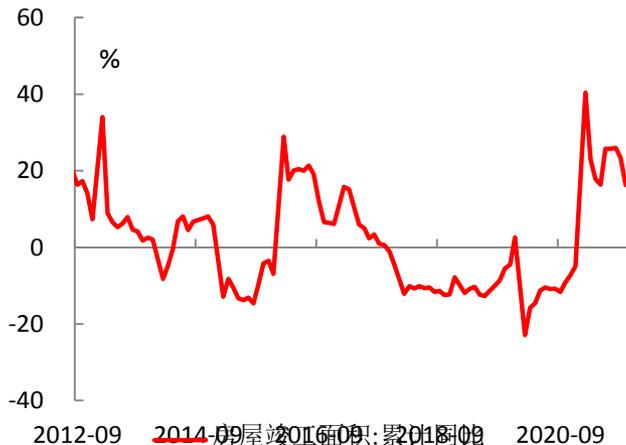
中国冰箱库存（万台）



地产延续向好 (需求占比9.4%) 电子通信稳定 (需求占比7.5%)

- 今年前10个月地产销售面积同比增加16%，同比增加明显，也明显好于2019年。
- 竣工数据向好有助于铜需求。竣工面积受整体行业资金紧张影响而明显加快。
- 但施工面积及地产商拿地明显下降，未来地产行业存在压力。
- 三季度计算机产量表现良好状态，预计2021年下半年通讯电子行业总体稳定。

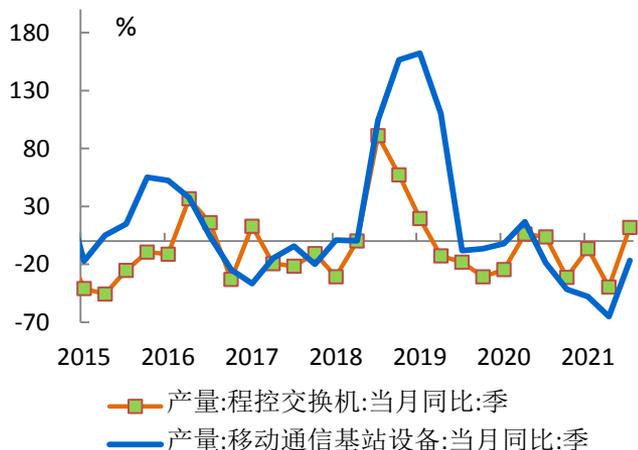
房屋竣工面积同比 (%)



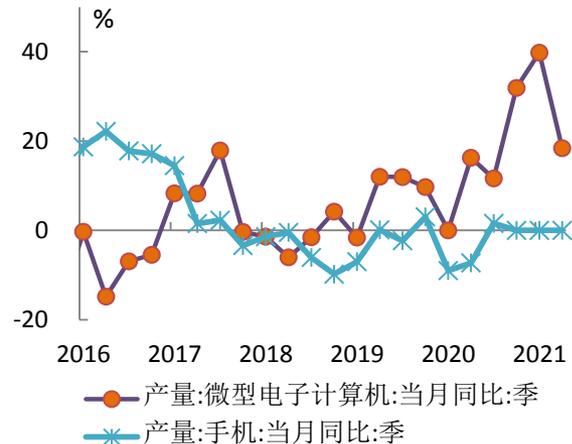
房地产投资累计同比 (%)



主要电子通信设备产量1 (%)



主要电子通信设备产量2 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

预期2022年供求轻微过剩

- 供应：随着疫情的稳定，矿供应量将延续增长，以及高铜价吸引新增产量，明年铜供应有望进一步增加。
- 需求：中国的“双碳”政策有望增加铜需求，尤其是电源投资有望稳定增长；新能源汽车有望带动铜需求增加；家电和地产行业可能表现疲弱。
- 预计2022年供应略大于需求。但需关注中国基建和地产行业的变化。

全球精铜供求平衡表（不计算国储抛储数量）

| 名称（单位：千吨，%） | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年F | 2022年F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球矿山产量 | 20,058 | 20,579 | 20,571 | 20,634 | 21,284 | 22,162 |
| 全球矿山产能 | 24,003 | 24,131 | 24,239 | 24,824 | 25,474 | 26,474 |
| 矿山产能利用率 % | 83.6% | 85.3% | 84.9% | 83.1% | 83.6% | 83.7% |
| 原生精炼铜产量 | 19,485 | 20,028 | 19,987 | 20,635 | 21,065 | 21,915 |
| 再生精炼铜产量 | 4,063 | 4,035 | 4,028 | 3,875 | 4,068 | 4,120 |
| 全球精炼铜产量(原生+再生) | 23,548 | 24,063 | 24,016 | 24,510 | 25,133 | 26,035 |
| 全球精炼铜产能 | 27,804 | 28,314 | 29,124 | 30,021 | 30,681 | 31,281 |
| 全球冶炼铜产能 | 22,026 | 22,416 | 22,776 | 23,100 | 23,436 | 24,096 |
| 精炼铜产能利用率 % | 84.7% | 85.0% | 82.5% | 81.6% | 81.9% | 83.2% |
| 全球精炼铜消费量 | 23,705 | 24,480 | 24,405 | 24,989 | 25,364 | 25,871 |
| 精铜过剩/缺口 | -157 | -417 | -389 | -479 | -231 | 164 |

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 美联储货币政策转向，弱势美元结束，铜价将失去弱势美元的支撑；人民币汇率有望稳定。
2. 预计矿供应持续改善，全球精矿产量小幅增加，精矿加工费持续回升。
3. 中国的“双碳”政策有望增加铜需求，尤其是电源投资有望稳定增长；新能源汽车有望带动铜需求增加，并将弥补家电和地产行业的铜需求下滑。
4. 预计2022年供应略大于需求。但需关注中国基建和地产行业的变化。

■ 宏观关注：

中国宏观经济数据
全球疫情变化
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

■ 供应关注：

全球铜精矿干扰率
中国精铜、废铜进口数量
中国新增产能进展

■ 需求关注：

国内电网投资
国内房地产施工面积
家电库存
乘用车产量

■ 库存：

上期所库存变化
上海保税库库存变化

2022年铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果上半年铜价达到72000-73000元，建议卖出，目标区间66000-67000元；

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

供需基本平衡，低库存支撑锌价 ——2022年锌投资策略展望

分析师：李 野（F0285557，Z0002369）

2021.12.11

品种： 锌

供需基本平衡，低库存支撑锌价

——2022年锌投资策略展望

- 主要驱动因素：预计供应略有增长，需求增速有限，低库存支撑锌价。
- 供求角度：由于新增矿供应量有限，预计精矿加工费延续低位，冶炼供应增长也将难有明显增量。由于国内基建投资、家电、汽车和地产环比回落明显，需求压力可能在明年1-3月份表现尤其突出，需求可能呈现前低后高。全球低库存有利于锌价。预计明年供应与需求基本平衡。
- 预计价格主要运行区间：LME锌2800-3900美元，上期所锌21000-28000元。

国内锌价走势回顾



- 锌价走势总结：年初锌价受春节假期影响，创出年内低点；春节过后由于假期累库不及预期，随着春节后需求季节性恢复，锌价逐步走高；二季度，随着下游需求疲弱和国储抛储，锌价小幅回落至2.2万元下方。三季度由于各地限电，使得产量难以回升，需求也缺少亮点，形成多空因素交织的平衡局面；四季度由于全球能源价格上涨，境外冶炼企业出现减产，拉升锌价短暂上涨，但由于需求疲弱，供求差异不明显，锌价再次回落生产成本附近。

未来新增矿山项目

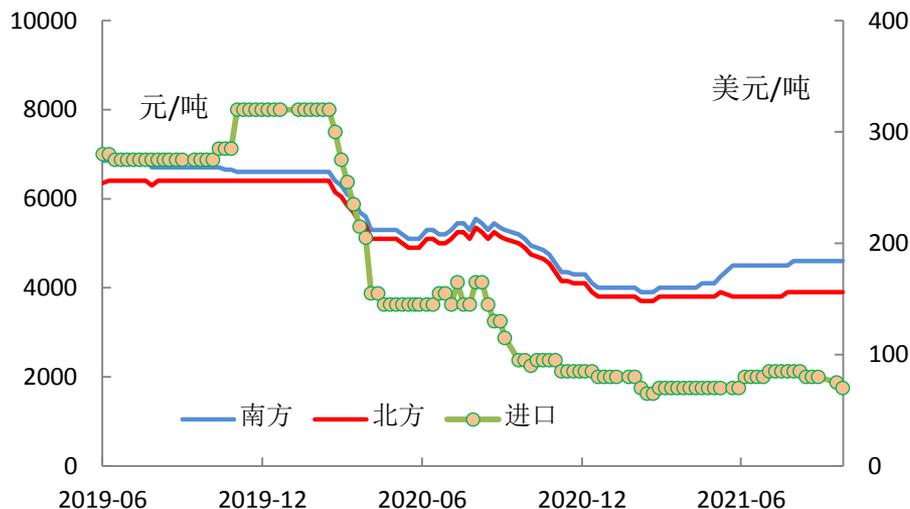
2020-2022年新增矿山产能统计（千吨）

| 矿山项目 | 所属企业 | 国家 | 品位 | C1(\$/lb.) | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------------|--|--------------|-------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Caribou | Trevali Mining Corp. | Canada | 5.5% | \$0.86 | 42 | 42 | 42 |
| Myra Falls | Nyrstar | Canada | | | 30 | 30 | 30 |
| Middle Tennessee | Nyrstar | Canada | | | 50 | 50 | 50 |
| Prairie Creek Project | Canadian Zinc Corporation | Canada | 8.6% | | 10 | 20 | 45 |
| Empire State Mine | Titan Mining | USA | 9.2% | \$0.69 | 24 | 36 | 36 |
| North America | | | | | 156 | 178 | 203 |
| Rey de plata | Industrias Penoles SAB de CV | Mexico | | | 24 | 36 | 36 |
| Corani | Bear Creek Mining | Peru | 0.6% | | - | - | 5 |
| Castellanos Project | Emincar & Cuba Government JV | Cuba | | | 100 | 100 | 100 |
| Central & South America | | | | | 124 | 136 | 141 |
| Dugald River | Minmetals Resources Ltd. | Australia | 13.4% | \$0.73 | 170 | 170 | 170 |
| Lady Loretta (Part of Mount Isa) | Glencore | Australia | 13.0% | | 130 | 160 | 160 |
| Sulphur Springs Copper Zinc | Venturex Resources Ltd. | Australia | 3.6% | \$0.14 | 32 | 32 | 32 |
| Mungana King Vol Project | Auctus Minerals | Australia | 11.9% | \$0.52 | 50 | 50 | 50 |
| Century Project | New Century | Australia | | | 264 | 264 | 264 |
| Woodlawn | Heron Resources | Australia | 6.0% | | 40 | 40 | 40 |
| Australia | | | | | 556 | 556 | 556 |
| Dairi | China Nonferrous | Indonesia | 11.5% | | 0 | 60 | 125 |
| Rampura Agucha | Hindustan Zinc | India | 15.9% | | 200 | 200 | 200 |
| Asia | | | | | 200 | 260 | 325 |
| Gamsberg (Phase 1) | Vedanta Resources PLC | South Africa | 6.2% | \$0.50 | 250 | 250 | 250 |
| Bisha Expansion | Nevsun Resources Ltd. (60%) State of Eritrea (40%) | Eritrea | 5.7% | | 100 | 100 | 100 |
| Asmara Project | Sichuan Road & Bridge(60%), ENAMCO (40%) | Eritrea | | | - | 60 | 120 |
| Africa | | | | | 350 | 410 | 470 |
| Shalkiya | Tau-Ken Samruk | Kazakhstan | 4.0% | | 50 | 120 | 160 |
| Pavlovskoye | Rosatom | Russia | | | 0 | 0 | 0 |
| Zhaimem | Glencore | Kazakhstan | | | 50 | 120 | 160 |
| Citronen | Ironbark Zinc Ltd. | Greenland | 5.2% | \$0.52 | 0 | 50 | 100 |
| Zinkgruvan Expansion | Lundin Mining | Sweden | 8.2% | | 8 | 8 | 8 |
| Neves Corvo Expansion (ZEP) | Lundin Mining | Portugal | 7.1% | \$0.29 | 70 | 70 | 70 |
| Europe | | | | | 128 | 248 | 338 |
| Mehdiabad Expansion | Rostek. Corp. & Iranian Bank | Iran | 3.0% | | 0 | 200 | 400 |
| Middle East | | | | | 0 | 200 | 400 |
| 合计 | | | | | 1,514 | 1,988 | 2,433 |
| 增量 | | | | | | 474 | 445 |

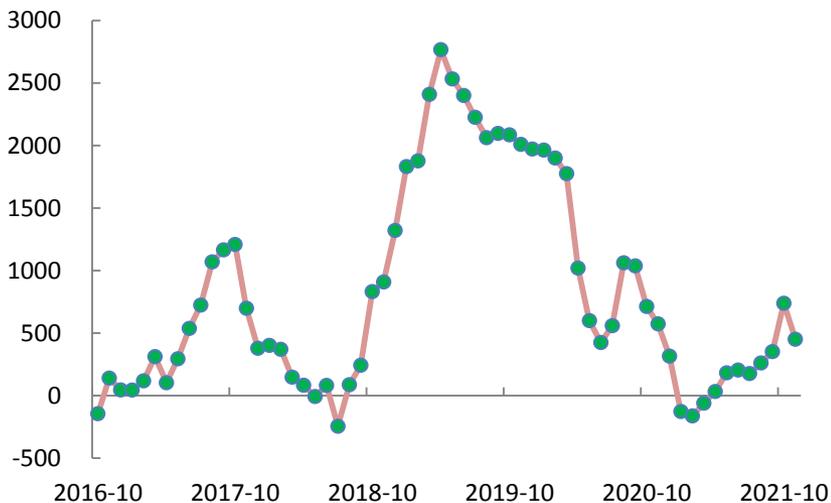
精矿加工费总体稳定

- 虽然产业链受到国内限电及境外冶炼减产等因素影响，但精矿加工费基本维持在4000元左右，表现总体稳定。
- 进口矿加工费维持在70-85美元；但由历史数据来看，目前全球精矿加工费处于低位。
- 由于冶炼企业毛利润处于低位，以及能源成本占比较高（约15%），使得全球冶炼开工率处于低位。

国产及进口锌精矿加工费（元/吨）



国内锌冶炼毛利估算（元/吨）



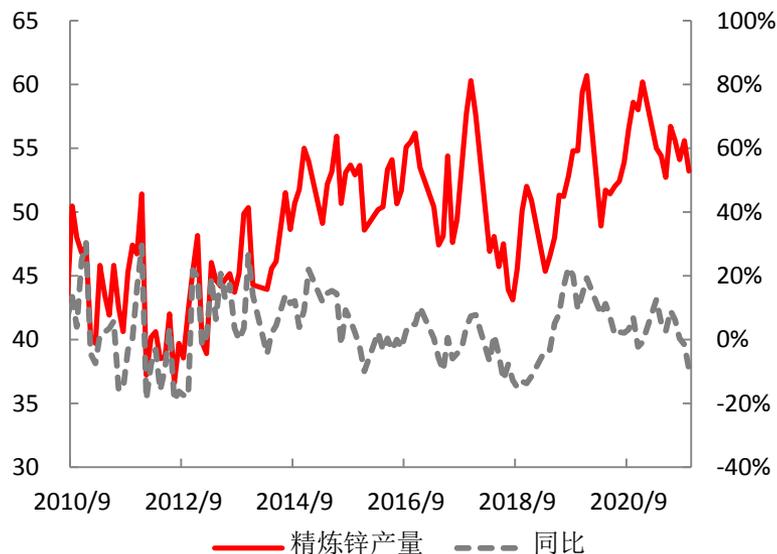
国内锌产量稳定增长

- 国内1-10月全国锌产量为543.2万吨，同比增长3.2%，增速总体维持稳定。
- 由于受到各地限电、环保等因素影响，10月份产量环比轻微下降。
- 尽管精矿加工费在冶炼成本附近，2022年国内仍计划有70万吨新增产能，但目前低迷的精矿加工费可能促使产出放缓。

中国锌新增产能（万吨）

| 企业名称 | 新产能（万吨） | 投产时间 | 备注 |
|------|---------|------|------|
| 西南能矿 | 8 | 2022 | 计划投产 |
| 祥云飞龙 | 15 | 2022 | 计划投产 |
| 广西誉升 | 10 | 2022 | 计划投产 |
| 金城锌业 | 10 | 2023 | 计划投产 |
| 南丹吉朗 | 2 | 2022 | 计划投产 |
| 广西永鑫 | 5.8 | 2022 | 计划投产 |
| 河南金利 | 10 | 2023 | 计划投产 |
| 凉山索玛 | 2 | 2022 | 计划投产 |
| 湖南金石 | 5 | 2022 | 计划投产 |
| 华峰锌业 | 5 | 2022 | 计划投产 |

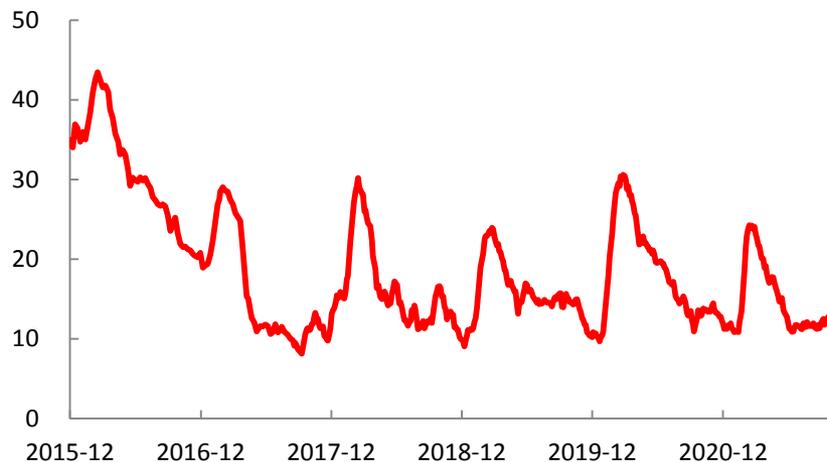
中国精锌产量（万吨，%）



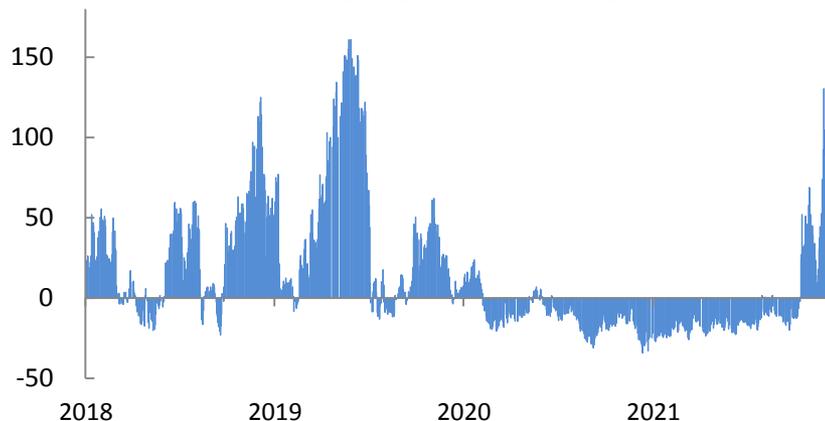
国内库存稳定，LME库存先增后减

- 国内社会库存延续低位，在12万吨附近。上期所库存仅为7万吨左右。
- LME库存持续处于低位，目前在15.2万吨。
- 尽管国内总体库存较低，但现货表现疲弱，表现为持续现货贴水状态。
- 四季度，因境外冶炼减产及LME库存持续下降，LME现货由贴水转为升水。

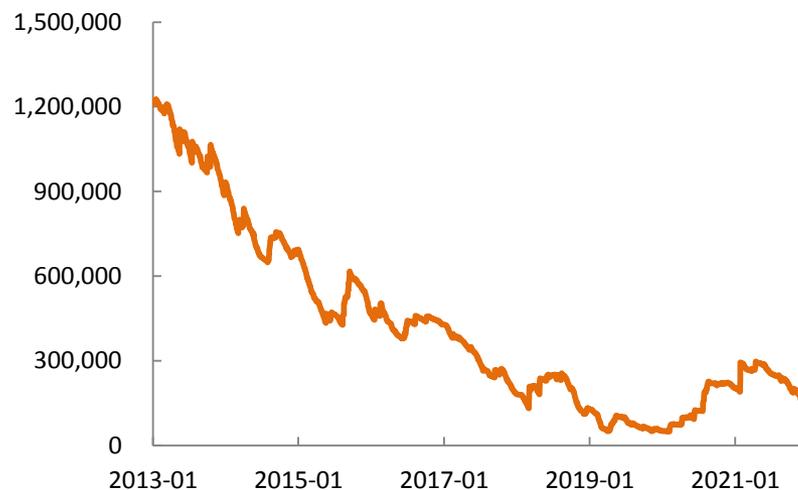
国内社会库存（万吨）



LME锌现货升水（美元/吨）



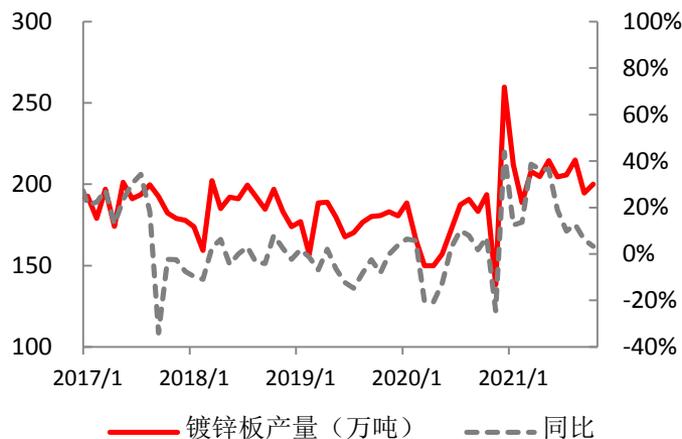
LME锌库存（吨）



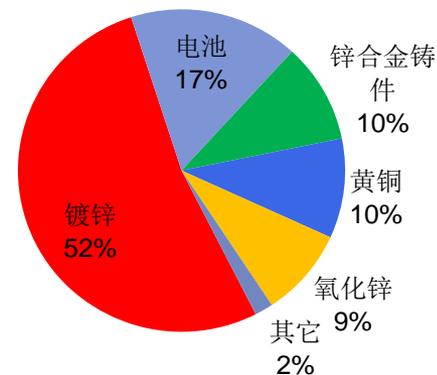
镀锌板产量增加、出口增加、库存较高

- 今年前9个月国内镀锌板产量较2020年增加17%。
- 近期镀锌开工率在77%左右，但镀锌板厂库存总体处于高位，这是限制锌需求的原因之一。
- 由终端产品来看，家电、汽车表现持续疲弱。
- 镀锌板出口延续两位数增长，主要受全球钢材价格上涨带动。

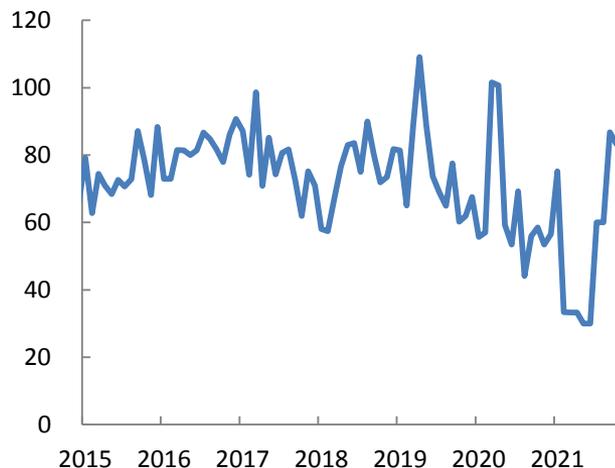
中国镀锌板—产量（万吨）



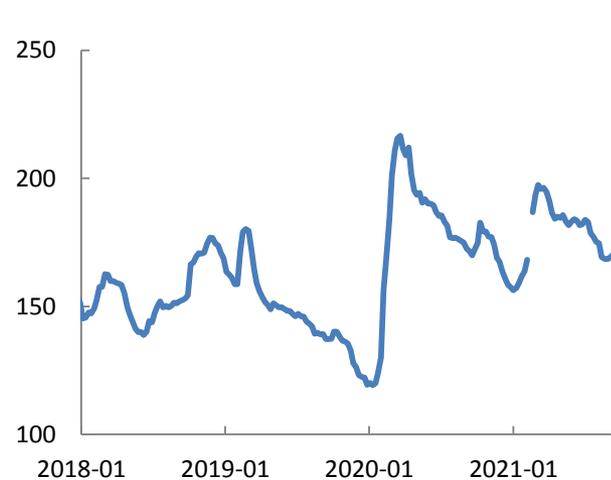
中国锌下游—需求占比



镀锌板出口（万吨）



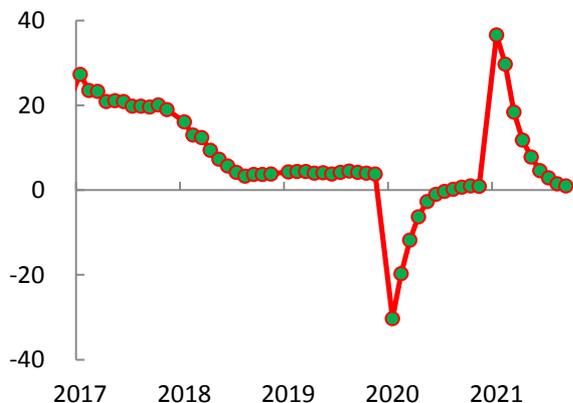
中国镀锌板企业库存（万吨）



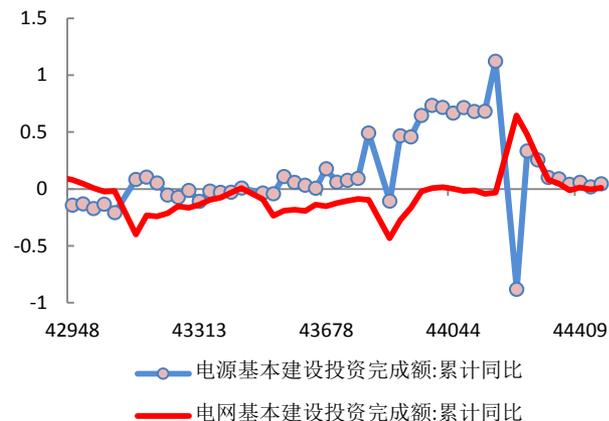
终端产品表现疲弱

- 今年前10个月国内基建较去年同比仅增加0.72%，增速明显回落。
- 汽车连续6个月产销负增长，其中4个月为两位数下滑。
- 前10个月四大家电累计产量除彩电同比负增长外，冰箱、洗衣机和空调同比呈现正增长，但冰箱、洗衣机和彩电环比明显回落。
- 与锌相关的终端产品总体表现较弱。

中国基建投资（不含电力）同比（%）



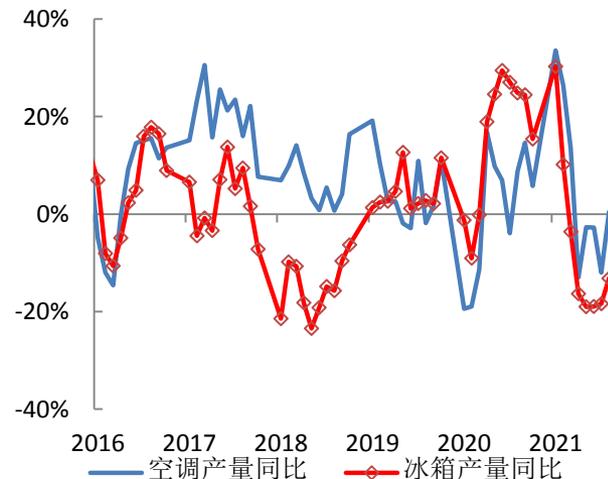
中国电力投资同比（%）



中国汽车产销量同比（%）



中国空调冰箱产量同比（%）



预计供求基本平衡，低库存支撑锌价

- 由于新增矿供应量有限，预计精矿加工费延续低位，冶炼供应增长也将难有明显增量。
- 由于国内基建投资、家电、汽车和地产环比回落明显，需求压力可能在明年1-3月份表现尤其突出，需求可能呈现前低后高。
- 但全球低库存有利于锌价。

全球精炼锌供求平衡表（不计算国储抛储数量）

| 单位（千吨） | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球锌矿产量 | 13,472 | 13,130 | 13,385 | 12,733 | 12,961 | 12,408 | 12,754 | 13,199 |
| 非洲 | 304 | 337 | 422 | 421 | 517 | 489 | 553 | |
| 美洲 | 3,937 | 3,904 | 4,036 | 4,099 | 3,947 | 3,559 | 4,035 | |
| 亚洲 | 6,638 | 6,920 | 7,043 | 5,987 | 5,849 | 5,792 | 5,706 | |
| 中国 | 4,918 | 5,342 | 5,186 | 4,304 | 4,258 | 4,200 | 2,409 | |
| 澳大利亚 | 1,596 | 849 | 780 | 1,020 | 1,283 | 1,332 | 1,297 | |
| 全球精炼锌产量 | 13,975 | 13,654 | 13,708 | 13,260 | 13,513 | 13,640 | 13,955 | 14,400 |
| 欧洲 | 2,405 | 2,355 | 2,367 | 2,403 | 2,349 | 2,153 | 2,373 | |
| 美洲 | 1,716 | 1,575 | 1,597 | 1,672 | 1,672 | 1,574 | 1,747 | |
| 非洲 | 178 | 169 | 165 | 158 | 154 | 148 | 171 | |
| 亚洲 | 9,338 | 9,540 | 9,839 | 9,279 | 9,138 | 9,174 | 9,606 | |
| 中国 | 6,508 | 6,650 | 6,906 | 6,501 | 6,431 | 6,749 | 6,614 | |
| 全球精炼锌消耗量 | 13,855 | 13,823 | 14,185 | 13,715 | 13,722 | 13,293 | 14,102 | 14,384 |
| 全球精炼锌过剩/缺口 | 119 | -169 | -477 | -456 | -209 | 347 | -147 | 16 |

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 由于新增矿供应量有限，预计精矿加工费延续低位，冶炼供应增长也将难有明显增量。
2. 由于国内基建投资、家电、汽车和地产环比回落明显，需求压力可能在明年1-3月份表现尤其突出，需求可能呈现前低后高。
3. 全球低库存有利于锌价。
4. 预计明年供应与需求基本平衡。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率
境外疫情进展

❖ 供应关注：
全球精矿干扰率
中国精锌产量
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
国内镀锌产品库存
国内基建、地产、家电、汽车等行业状况

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2022年锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 如果锌需求明显回升，锌价在21000元以下，建议择机买入，目标区间23000-24000元。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。