

兴证期货.研发产品系列

兴证期货.研究发展部

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

胡悦

期货从业资格编号：F3050247

胡佳纯

期货从业资格编号：F3048898

联系人

胡悦

021-20370943

huyue@xzfutures.com

2018年12月12日星期三

锌供给宽松，消费疲软，锌价中期或下行

内容提要

2018年锌行情主要以下跌为主，锌价在18年7月之前持续走低，7月沪锌跌至20000元/吨附近，伦锌跌破2500美元/吨。2018年7月至今，锌价呈现横盘整理，10月，沪锌小幅走高至23000元/吨，伦锌则升破2500美元/吨。其后，锌价仍持续走低。

- 1. 锌精矿：在锌矿开采的高利润推动下，大型矿企资本支出逐渐增长，开采项目逐步实施，预计明年锌精矿产量将逐步释放产量，增速在4%左右。
- 2. 锌锭：随着加工费逐步走高，冶炼厂利润恢复，在高利润以及锌矿供给增长的双重影响下，锌锭产量恢复增长
- 3. 受环保政策影响，镀锌板、压铸合金及氧化锌的开工率均处于低位，锌锭下游初级消费疲软，预计明年增长有限。
- 4. 中国及全球宏观消费面临下滑，建筑行业作为锌终端消费占比大头，其未来增速空面临下滑的趋势，终端消费恐难有支撑
- 5. 结合供需端，中长期来看，全球锌矿供大于求，锌锭供需逐渐从紧平衡转宽松，锌价面临下行风险。而短期来说，目前库存处于低位，不适宜立即看空。

风险提示：

锌矿供应不达预期；环保政策进一步收紧影响锌锭产量；中国宏观经济超预期下滑。

报告目录

1. 2018 行情回顾：上半年锌价持续走低，三季度震荡整理.....	3
2. 锌市场主要逻辑链.....	3
3. 锌行情展望	4
3.1 供应端：锌矿产能释放、锌锭产量上行	4
3.2 需求端：锌需求不乐观，或面临下滑	13
3.3 库存：中长期将逐渐累库.....	16
3.4 供需平衡.....	17
4. 总结	18
5. 风险提示	18

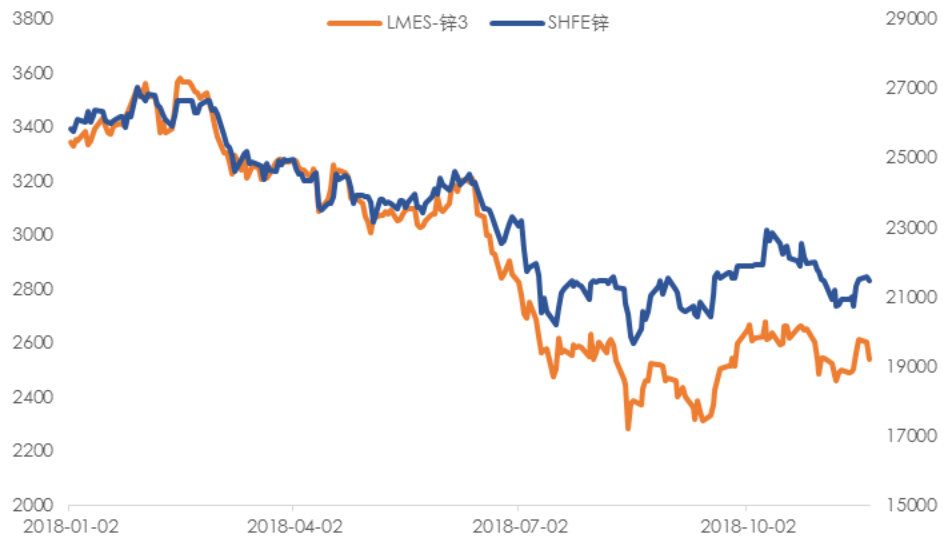
1.2018 行情回顾：上半年锌价持续走低，三季度震荡整理

沪锌及伦锌从 2017 下半年至 2018 年年初一直居于高位，在 2018 年 2 月份，达到近五年的最高点，沪锌价格超过 26000 元/吨，而伦锌则超过 3500 美元/吨。2018 年 2 月，沪锌价较 2017 年年初上涨 25.92%，伦锌价格则较 2017 年年初上涨 40.94%。

2018 年锌行情可分为两个阶段，第一阶段为 2 月初至主要以下跌为主，锌价在 18 年 7 月之前持续走低，7 月左右沪锌跌至 20000 元/吨附近，伦锌跌破 2500 美元/吨。

2018 年 7 月至今，锌价呈现横盘整理的状态，10 月，沪锌小幅走高至 23000 元/吨，伦锌则升破 2500 美元/吨。其后，仍呈现下跌态势。

图 1：沪锌及伦锌 2018 年价格走势（右轴：沪锌：元/吨；伦锌：美元/吨）



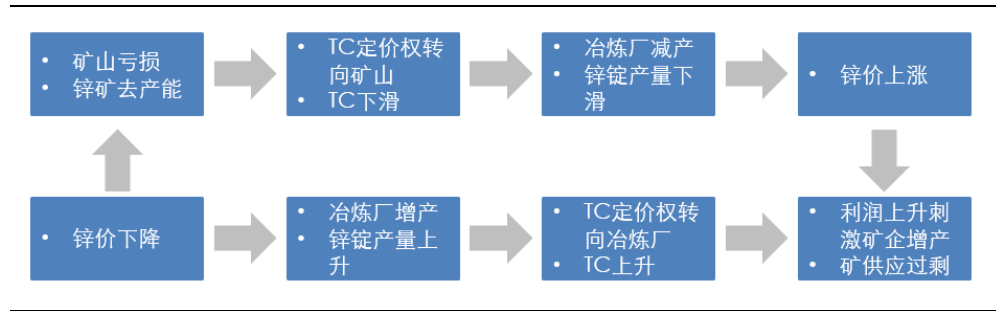
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 锌市场主要逻辑链

锌价走势主要受锌锭供需影响，锌矿与锌锭的供需关系受 TC 影响，锌价的走势会进一步影响锌矿的供给，由此形成从矿到锭到锌价再到矿的整个逻辑闭环。

锌矿供应过剩，则对于 TC 定价的主动权转向冶炼厂，导致 TC 上升，冶炼厂的产量所增加，反之，若锌矿供给减少，则 TC 定价的主动权转向矿山，TC 下降。TC 上涨会导致冶炼厂主动生产锌锭，从而增加锌锭的供给，促使锌价上升，提振矿山的产量，反之亦然。目前，我们处于锌矿与锌锭供给关系处于锌矿供应过剩的阶段，TC 不断上涨，锌锭供给开始恢复。

图 2：锌市场供给逻辑链



数据来源：兴证期货研发部

3. 锌行情展望

3.1 供应端：锌矿产能释放、锌锭产量上行

3.1.1 锌矿产量四季度及 2019 年将逐步增加

2018 年前三季度，全球锌矿产量同比下滑 3.83%，主要系一季度的产量下滑所致。全球锌矿供给不足主要是由于中国锌矿供给量减少所致，而海外地区矿产量较去年同比上升 2.78%。全年锌矿供应前紧后松。

中国方面，18 年 1-10 月锌精矿产量达 239.81 万吨，同比下滑 13% 左右。矿供给紧张主要是由于 2015 年国家对于环保督查力度的加大，以及锌矿品位下滑。随着矿山的关停、整合、搬迁、检修等进入尾声，锌矿产量正逐步恢复。

根据锌市场的传导逻辑，锌价的上涨会推动锌矿的生产，同样锌矿的供应增加，传导至锌锭的供给增加，锌价下行。锌矿供给变化传导至锌锭，最后对锌价产生影响的周期在一年之内，而锌矿从开采到产能全部释放的周期据统计一般在 2-3 年左右。

2015 年及 2016 年锌矿供给下滑，推动 16 年年初到 17 年锌价上行，17 年锌矿供给逐步恢复，18 年上半年锌价持续下行，但仍居于高位，锌价高位及锌矿的紧缺，促使各大矿山宣布增产计划，逐步释放产量，因此我们预计今年四季度至 2019 年矿山将逐步达产，2019 年中国锌矿产量增速较大，2020 年全球产量增速将达到近两年的峰值。锌矿产能未来两年的逐渐释放，增速的上涨，可能供应过剩，对未来锌价施压，根据锌价传导周期，我们推测中长期内，锌价将继续下行。

图 3: 全球锌矿产量及同比增速 (千吨)

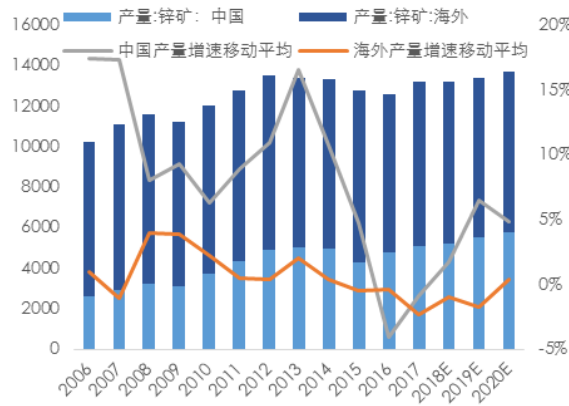
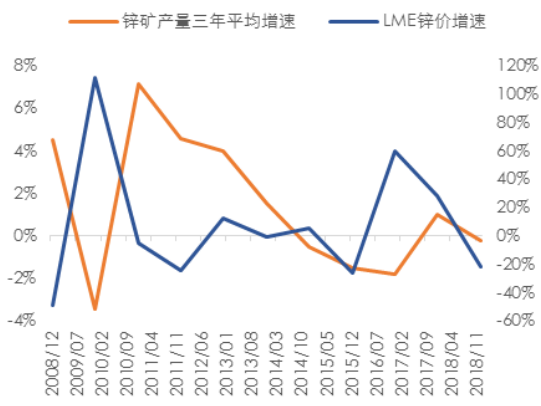


图 4: 全球锌矿产量增速及 LME 锌价



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 2018 年三季度, 全球前十大矿业集团产量较 2017 年前三季度下滑 0.18%, 占全球 38.66%, 占除中国以外地区产量达 58.18%, 行业集中度较高。其中 Trevali Mining 在 2018 年收购了嘉能可两座矿山, 我们将其产量合并计入前十的矿业公司产量中。2017 年锌矿产量较 2016 年增速达 2.7%, 2016 年产量下滑 11%, 锌矿产量自 2016 年的大幅下滑后, 目前正逐步恢复。

前十大矿业集团中, 六家相较于去年同期产量下滑, 下滑的主要原因为品位下滑、部分矿区关闭等。

嘉能可产量主要是其将两座矿山卖给 Trevali, 两座矿山合计产量达 9.21 万吨, 剔除固定资产处置, 嘉能可今年前三季度产量增速达 7%。

增速较大的是 Teck、Lundin 及 Nystar。Teck 的产量大幅提升主要是由于其旗下的 Red Dog 矿区矿石品位以及回收率的提高, 以及提高了 2018 年 Red Dog 的锌矿产量计划, 增量在 1 万吨左右。Lundin 锌矿的产量增加主要是由于其实行了锌扩产计划, 但该项目目前进展有所拖延, 预计 2019 年下半年将会完成。新星的产量提升主要是由于重启了美国田纳西中部矿山。

图 5: 大型矿业公司近三年锌矿产量

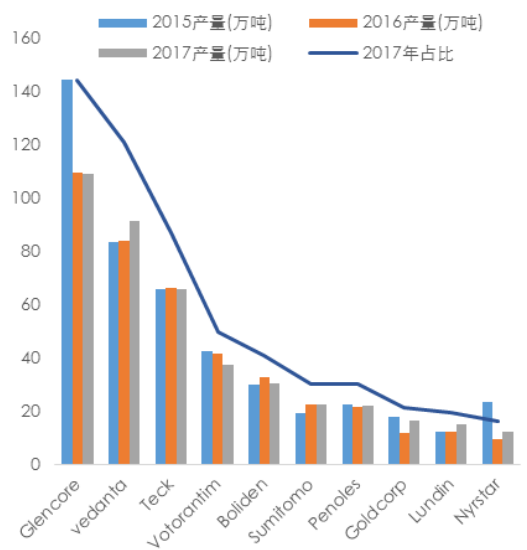


表 1: 大型矿业集团 Q3 锌矿产量 (万吨)

公司	2017Q3	2018Q3	2018Q3 增速	2018 占比
Glencore	82.74	78.6	-5.00%	8.37%
Trevali	5.46	13.8	152.75%	1.47%
Vedanta	80.6	72.7	-9.80%	7.75%
Votorantim	41.83	40.68	-2.75%	4.33%
Teck	27.72	32.4	16.88%	3.45%
Goldcorp	26.32	22.96	-12.77%	2.45%
Boliden	22.72	21.9	-3.61%	2.33%
Penoles	21.25	21.21	-0.19%	2.26%
Sumitomo	16.3	14.9	-8.59%	1.59%
Lundin	9.35	11.01	17.75%	1.17%
Nystar	8.8	10.7	21.59%	1.14%
合计	363.45	362.8	-0.18%	38.66%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.1.2 若产能全部达产，明年锌矿产量由紧转松

根据全球前十大矿企公开发布的产能计划看，2018 年增量总计达 47.9 万吨，2019 年达 49.2 万吨，我们测算了 2018 年及 2019 年增速，分别为 3.58%、3.88%。

Vedanta 旗下 Gamsberg 锌矿一期精矿含锌产量 25 万吨/年。二期产能扩至 40-45 万锌金属吨/年，三期计划最终实现 60 万金属吨/年。公司预计 19 财年的锌精矿产量达 10 万吨，2020 财年锌精矿产量达 25 万吨。

New Century Resources 已重启位于昆士兰的 Century 锌矿。公司表示，第三季度的初期产量预计将为 800 万吨/年，目标在 19 年四季度锌精矿产能达 26.4 万吨/年。目前首批锌精矿已于 9 月初正式产出，11 月初首批锌精矿已成功运往中国，且比预期的多 10%。

MMG 旗下 Dugald River 于今年 5 月份正式运行，并在三季度报告中公布了 2018 年产能增量将达 12 万吨，计划在 2019 年继续提高生产能力，将产能提高至额定标准，预计 2019 年产量达到 17 万吨/年。

表 2：大型矿区近两年产能释放增量及占比（万吨）

矿山名称	公司	国家	2017 产量	2018E	2019E	2018 增速 E	2019 增速 E
Lady Loretta 等	Glencore	澳大利亚	109.02	9	7	0.67%	0.50%
Cerro Lindo 等	Votorantim	秘鲁	37.54	1.5	-	0.11%	0.00%
Gamsberg	Vedanta	南非	-	5.5	16.7	0.41%	1.20%
Rampura Agucha	Vedanta	印度	48.3	0.4	3.3	0.03%	0.24%
Skorpion	Vedanta	纳米比亚	7	4.5	1.6	0.34%	0.11%
Dugald River	MMG	澳大利亚	-	12	5	0.90%	0.36%
Antamina	Teck	秘鲁	37.21	3	2	0.22%	0.14%
Red Dog	Teck	阿拉斯加	54.2	1	-2	0.08%	-0.14%
Middle Tennessee	Nyrstar	美国	2.2	2.5	0	0.19%	0.00%
Myra Falls	Nyrstar	加拿大	0	1.5	1.5	0.11%	0.11%
Naica/Rey de Plata	Penoles	墨西哥	21.25	2	2	0.15%	0.14%
Peñasquito	Goldcorp	墨西哥	16.32	-1.1	5.6	-0.08%	0.40%
Century	New Century	澳大利亚	-	6	5	0.45%	0.36%
Halfmile Lake	Trevali	加拿大	-	0	4	0.13%	0.29%
Zinkgruvan	Lundin	瑞典	7.8	0.7	0.7	0.05%	0.05%
Neves-Corve	Lundin	瑞典	7.14	0.1	1.5-1.8	0.01%	0.12%

合计	347.98	47.9	52.4	3.58%	3.88%
----	--------	------	------	-------	-------

数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

2019年，中国锌矿新增产能预计在16万吨左右，占中国18年全年预计产量的4%左右，几乎是18年新增产能的一倍。从新增的各地区新增处理能力看，内蒙古地区新增处理能力达1069万吨/年，占比超50%，西北地区达530万吨/年，其他地区则达260万吨/年。

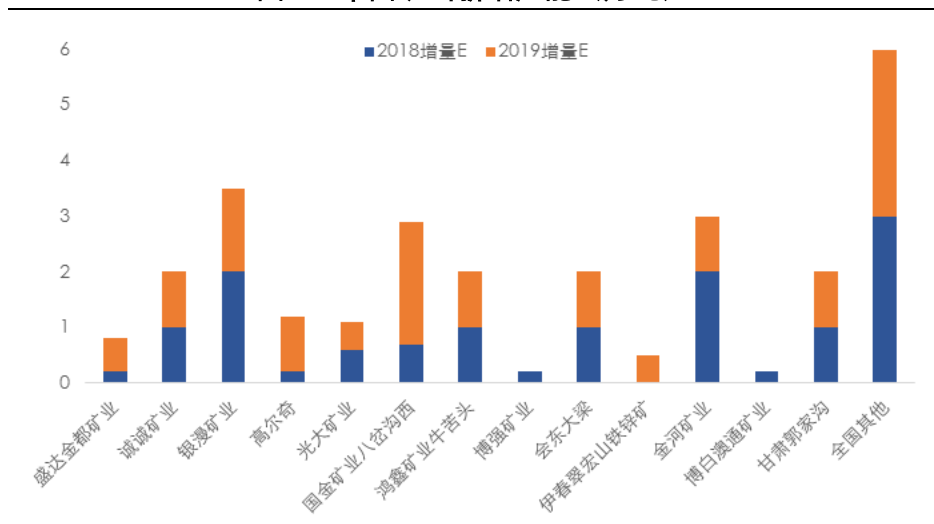
目前，除中国以外地区产量增速达2.78%，几乎已达预期，而中国前三季度产量有所下滑，若前十大矿企以及中国计划产能全部释放，共65万吨，我们预计2019年全球锌精矿的产量增速将超过4%左右。

表3：2017-2019年国内锌精矿新增产能（万吨金属）

地区	新增处理能力（万吨/年）	2017	2018	2019
内蒙古地区	1069	9.1	4.8	7.3
西北地区	530	1	2.9	6.5
其他地区（黑龙江、四川）	260	2	0.5	2
合计	1859	12.1	8.2	15.8

数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

图6：中国矿山新增产能（万吨）



数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

3.1.3 锌矿的高利润推动产量增长

2016，全球前五大矿企在锌矿项目新建及维系的资本支出上，较2015年减少2.3亿美元，2017年资本支出有所上升，增加1.8亿美元。预计未来资本支出的增长，将进一步推动锌矿产量的增加。

大型矿企的现金成本差异较大，嘉能可现金成本仅400美金/吨左右，而现金成本最高的Boliden需1700美金/吨。伦锌2017平均价达3000美金，近

年大型矿企开采利润较高，促使他们新增产能，释放产量。

目前锌矿企业采矿的毛利较高，矿企加大对于锌矿项目的资本支出，明年应重点关注大型矿企的现金成本走势，锌矿开采的高利润推动锌矿产量，而资本支出的增长会进一步提升锌矿产能。

图 7: 五大矿企资本支出 (亿美元)

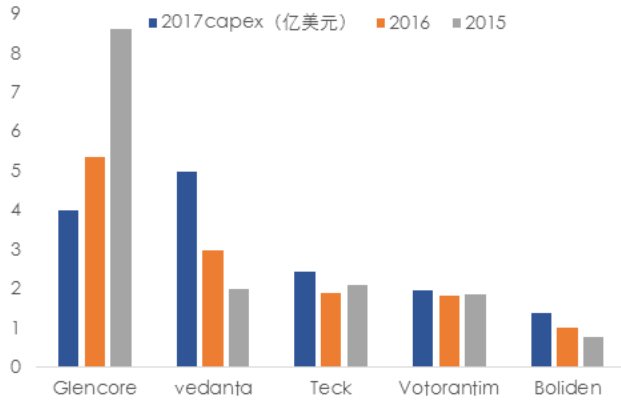


表 4: 全球大型矿企现金成本

公司	2017 年 (美元/吨)	2017 年 LME 锌 平均价(美元/吨)
Glencore	462.9	3057
Vedanta	1155.2	
Teck	1146.4	
Votorantim	500.4	
Boliden	1741.6	
Lundin	992.1	
MMG	1499.1-1719.6	

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

近年内，国内固定资产的投资完成额同比增速持续下滑，2017 年，575 个采选项目投资下降 24.6%。尽管今年前三季度有色金属采选同比增速仍处于下滑，但铅锌采选项目投资增长 12.6%。锌矿的开采投资投入的增长，同样显示明年锌矿开采新项目将会逐步实施。

图 8: 中国有色金属矿采选同比 (%)



数据来源: 公开资料整理, 兴证期货研发部

3.1.4 进口矿价格趋稳，进口量变化预计不大

18 年前三季度总体中国锌精矿进口量较前两年有所增长,而锌精矿的价格持续下滑。截至 9 月份,中国累计锌精矿进口量达 221.4 万吨,同比增速达 17.75%。今年国内锌矿供应紧张,以及进口矿的价格持续下行,是导致进口量有所增长的原因。

未来国产矿供给增加,进口矿的价格在年底有所回升,进口矿亏损增大,冶炼厂及贸易商的利润受到影响,若进口矿 TC 增长较小,亏损未能改善,则预计未来一年进口矿进口量的增速较小,或维持在年末水平。

图 9: 进口锌矿价格 (元/吨)

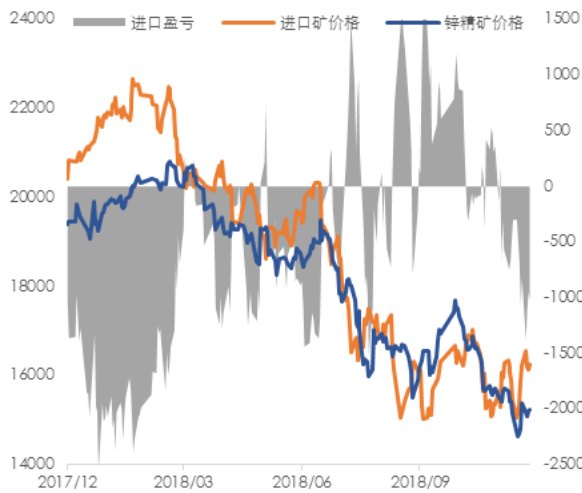


图 10: 中国锌精矿进口量及同比增速



数据来源: SMM, Wind, 兴证期货研发部

3.1.5 锌锭产量随锌精矿释放将逐步增长

中国方面,国内锌锭的产量将缓慢增长。另一方面,受到进口盈利窗口再次关闭的影响,预计未来进口量有所下滑。目前进口量占国内锌锭供给的 10% 左右,假定锌精矿增量将全部用于冶炼锌锭,则锌锭的供给增速将不到 4%。

2018 年前三季度,全球锌锭产量不及 2017 年同期,前三季度锌锭产量共达 981.29 万吨,较去年同比下滑 2.71%,中国同比下降 3.17% 左右。相较于锌精矿产量下滑幅度,锌锭产量表现略好。

中国前三季度总体锌锭供给在年中时较为紧张,一是由于国内锌锭产量低迷,二是锌锭进口量大幅滑落。进入下半年之后,锌锭产量及进口量均有所恢复。

中国精锌产量占比超 40%,亚洲地区精锌的产量占比超 63%,亚洲地区对于精锌的供给较大。而大洋洲作为锌矿资源最为丰富的国家,其精锌产量占比只达 3.84%,澳大利亚的锌精矿出口量较大。

图 11: 全球精炼锌产量及同比增速 (万吨)

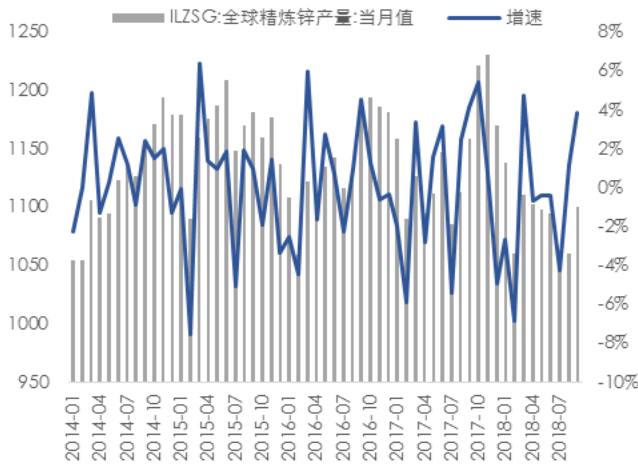
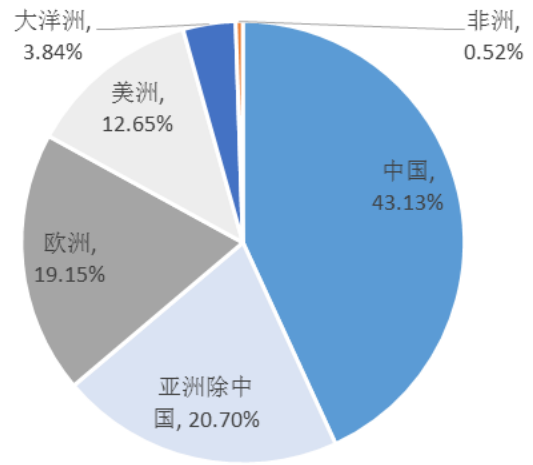


图 12: 各地区精炼锌产量占比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2017 年, 全球前十冶炼厂锌锭产量占比达 43.6%, 行业集中度较高。对比 2018 年前三季度及 2017 年前三季度, 大型冶炼厂锌锭产量下滑 5.95%。产量下滑最大的是 Vedenta, 其下滑原因主要是锌精矿供给与锌锭需求不能匹配, 尽管下半年锌矿供给增速较大, 但仍无法弥补缺口。而国内大型冶炼厂葫芦岛产量几乎与去年持平。Nystar 产量的增长是由于锌矿供给的增速较大。

锌锭产量受锌矿供给影响较大, 若锌矿供给紧缺, 则锌锭产量下滑。未来全球锌矿供给逐渐增长, 预计锌锭产量也将逐步恢复。

图 13: 2017 年全球前十冶炼厂产量 (万吨)

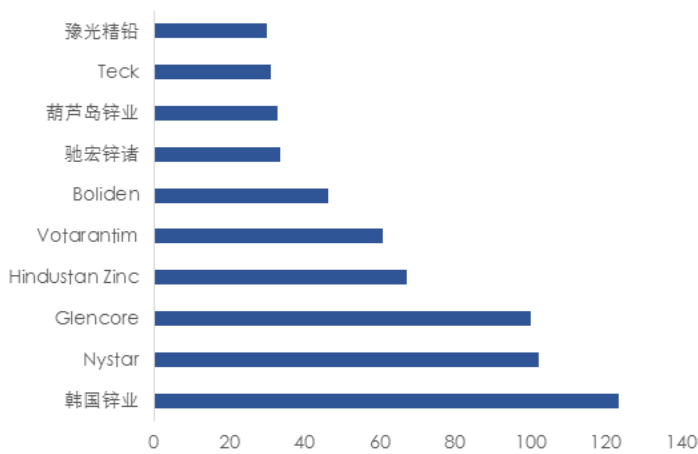


表 5: 大型冶炼厂 Q3 产量及增速 (万吨)

公司	2017 前三季度	2018 前三季度	2018 增速
Nyrstar	76.7	79.7	3.91%
Glencore	59.18	59.41	0.39%
Hindustan Zinc	60.1	59	-1.83%
Boliden	34.51	36.53	5.85%
Votorantim	41.83	40.68	-2.75%
葫芦岛	22	22	0.00%
Teck	23	22.8	-0.87%
合计	224.22	218.12	-2.72%

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

3.1.6 锌锭产能释放不及锌矿

根据海外大型冶炼厂公布的产能扩张计划来看, 2019 年的增速达 1.39%, 产能增速不及锌精矿。

中国方面,相较于海外地区,及锌精矿的产量增速,冶炼厂新增产能较多,但2019年不一定完全达产,新增产能合计58万吨,占比达5%。其中,15万吨在建,建成时间未定,25万吨在计划中,具体达产时间未定。因此,明年确切可增加的产能为18万吨,占比1.32%。

中国及海外地区确切2019年新增产能为37万吨,增速达2.71%,因此我们判断未来锌锭产量增速将在3%左右,但不及锌矿产量增速,锌矿将供大于求。

表 6: 全球锌锭产量变化 (万吨)

	2017	2018	2019	2019 增速占比
Hindustan Zinc	18.3	-6	6	0.44%
Korea Zinc	-5	-1	3	0.22%
CEZ	-9.7	8	0	0.00%
Nexa	-1.8	2	0	0.00%
Mooresboro	0	0	5	0.37%
Penoles	0	3	5	0.37%
Nystar	3	2	0	0.00%
合计	4.8	8	19	1.39%

数据来源: 公开资料整理, 兴证期货研发部

表 7: 全球锌锭产量变化 (万吨)

企业名称	原产能 (万吨/年)	新产能 (万吨/年)	新产能占比	实际投产时间	目前投产情况
白银有色	29	10	0.7%	2016Q3	达产中
安阳岷山	0	1	0.1%	2016Q2	已达产
四环锌锗	17	3	0.2%	2018Q3	试生产
会理铅锌	0	10	0.7%	2019年初	在建
云锡集团	2	8	0.6%	2018.11	试生产
汉源俊磊锌业	5	4	0.3%	2018.6	达产中
汉源源富锌业	2	2	0.1%	2018	达产中
凉山索玛	5	5	0.4%	2019	在建
葫芦岛	39	10	0.7%	2019	规划
祥云飞龙	18	15	1.1%	2019	规划
合计	117	58	5%		

数据来源: 公开资料整理, 兴证期货研发部

3.1.7 锌锭进口量关注汇率及内外市场强弱

2018年前三季度,中国精锌进口量达42.75万吨较去年上涨9.25%。若假定我国对于锌锭需求量变化较小,前三季度进口量大幅增长可能是由于锌锭产量的下滑所致。

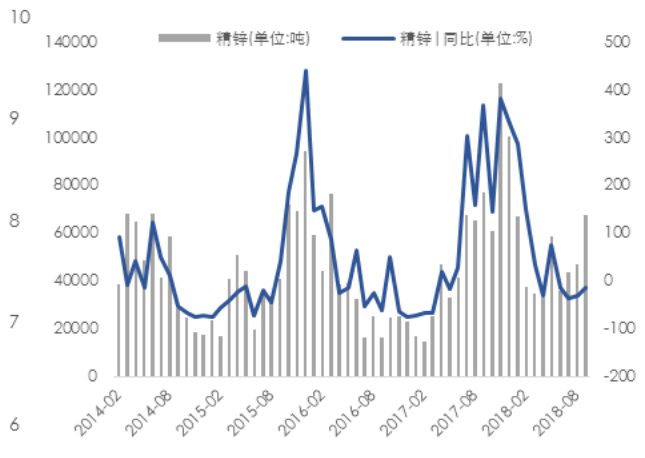
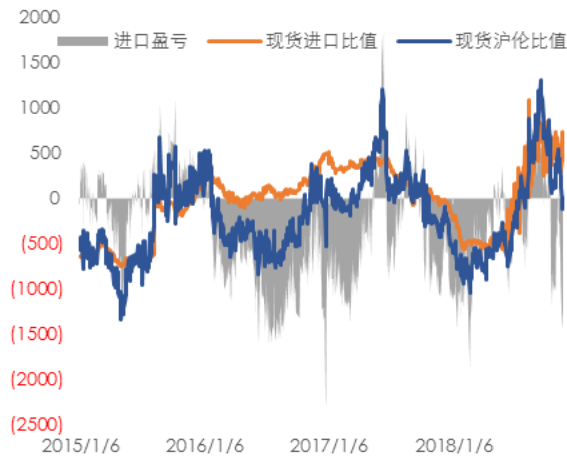
目前,精锌进口仍处于亏损状态,11月底,精锌进口亏损超过1000元/吨。从锌现货沪伦比值来看,今年下半年,沪伦比值居于高位,在9月达到这

两年的顶峰，超过 9.2，沪伦比值的高位促进了国内对于精锌进口的热度，同时也使得进口盈利窗口有所打开。但好景不长，进入 10 月底，沪伦比值有所下滑，导致进口盈亏从盈转亏，进口盈利窗口再次关闭。预计年内，精锌进口盈利打开可能性不大。

长期来看，进口窗口的打开主要关注内外比值的变化以及人民币汇率的变动。2019 年，海外锌锭产量的释放与国内几乎持平，而在人民币贬值的预期之下，进口盈利窗口明年有望打开。

图 14: 中国精锌进口量及同比增速 (万吨)

图 15: 精锌进口盈亏及沪伦比值



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

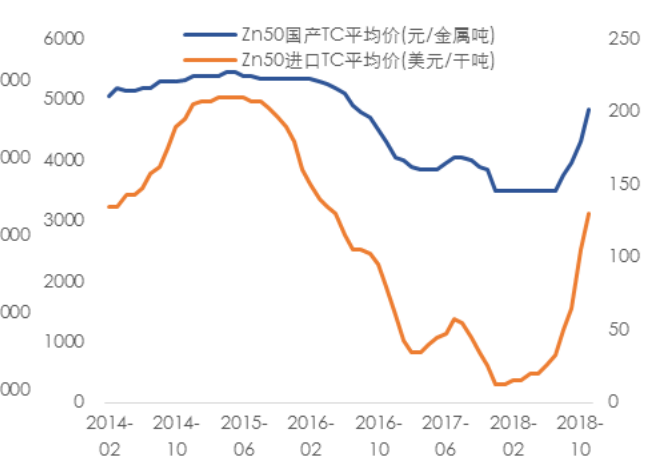
3.1.8 加工费上行，冶炼厂恢复盈利支撑锌锭产量增长

冶炼厂利润受锌价及加工费共同影响，2018 年上半年，受到锌价走低及加工费持续低迷影响，冶炼厂盈利能力恶化，逐渐亏损。从 7 月开始，加工费走高，冶炼厂利润从 9 月底开始恢复。

预计，随着锌矿供应的增加，冶炼厂的盈利能力持续改善，锌锭产量将持续上升，加工费上涨趋势会逐渐趋缓，明年开工率在不受刚性限制下，将持续上行。

图 16: 冶炼厂加工利润

图 17: 国产及进口矿加工费



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

3.2 需求端：锌消费需求不乐观，或面临下滑

3.2.1 初级消费疲软

中国是锌消费的主力，占比接近 50%。全球及中国锌下游初级消费主要为镀锌板，占比均超过 50%，其次是压铸合金和铜合金。受到国内环保政策影响，镀锌板开工率持续下滑，未来中国锌消费增速将下滑。

图 18：中国锌初级消费占比

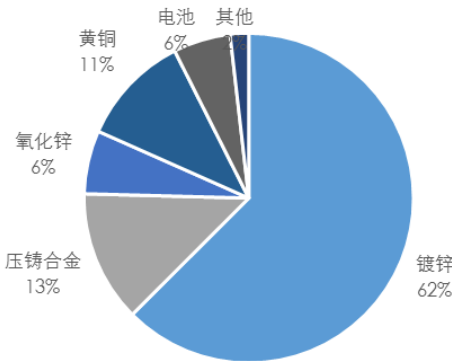
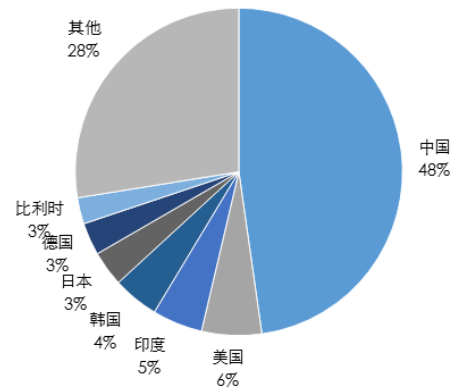


图 19：全球精锌消费占比



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

受环保限产影响，镀锌板开工率近两年持续下降，尤其是在冬季空气质量较差的情况下，国家对于镀锌板冶炼限产严格。2018 年 1-10 月镀锌板产量下滑 1.34%，库存下滑 6.86%。一吨 1mm 镀锌板大概消耗 30-40 千克锌锭。目前镀锌板的原料成本在 740 元/吨左右，镀锌板价格在 4200 元/吨，剔除其余生产成本及用钢成本后，镀锌板处于亏损状态。镀锌生产前景并不乐观，对于锌锭需求难增长。

图 20：镀锌板开工率及预计开工率 (%)

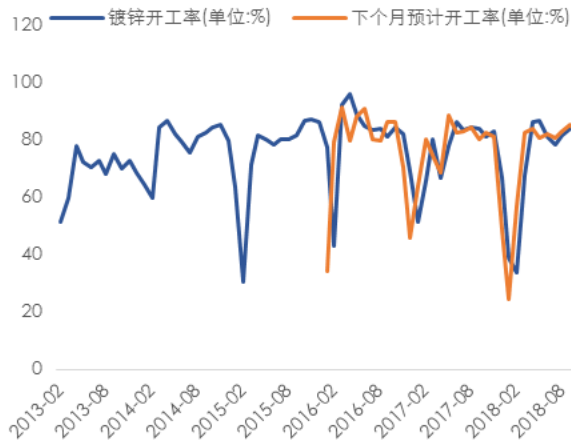


图 21：中国镀锌板产量及库存 (万吨)



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

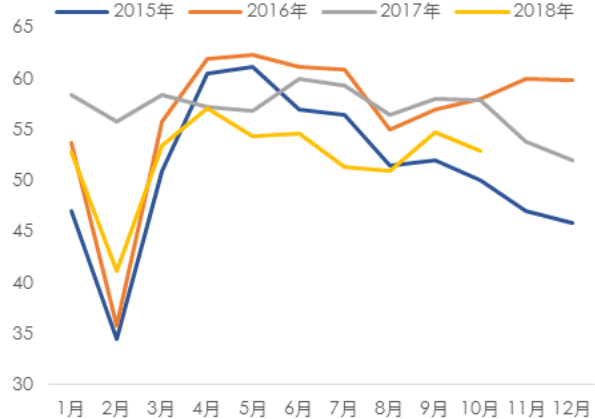
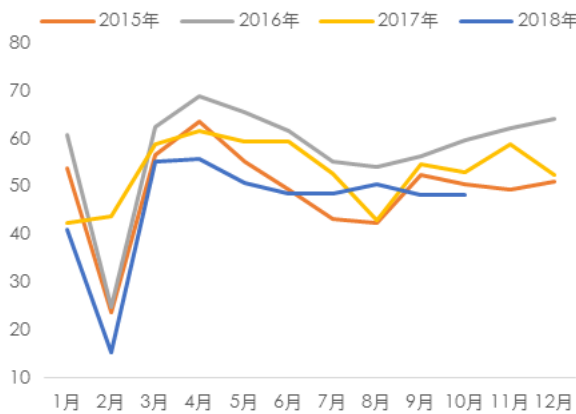
2018年1-10月,氧化锌企业平均开工率52.37%,同比减少9.4个百分点,今年河北、山东、江浙等一带环保局势严峻,影响氧化锌企业开工率,同时,宏观需求偏弱,导致整体终端需求较弱,生产受限。

压铸合金平均开工率44.2%,同比减少12.6个百分点。主因前期广东、江浙一带环保以及中美贸易战等影响压铸订单出口。

明年锌锭初级消费整体偏弱,一是冶炼厂处于亏损状态,开工率难提,二是受环保政策影响,生产受限,三是全球消费偏弱,影响对于锌初级消费品的需求。我们判断,明年锌锭初级需求维持目前水平或小幅走弱。

图 22: 氧化锌企业开工率 (%)

图 23: 压铸合金企业开工率 (%)



数据来源: SMM, Wind, 兴证期货研发部

3.2.2 中国房地产及汽车消费持续走低

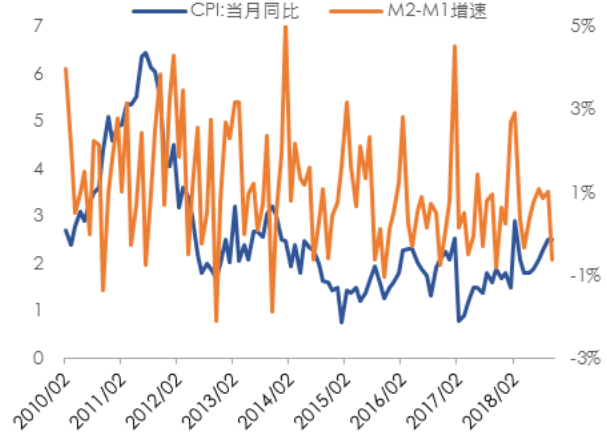
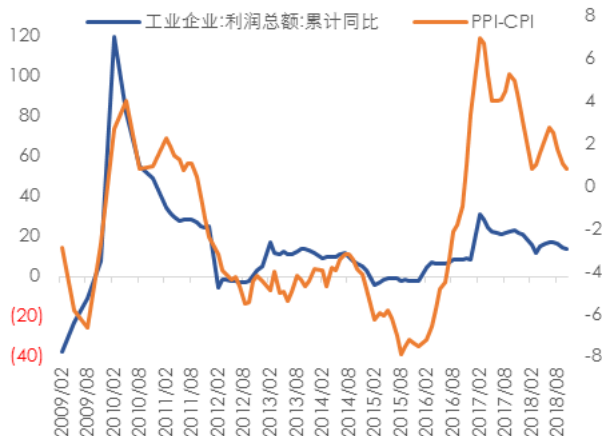
PPI-CPI 剪刀差与工业企业的利润增速走势相似,2017 年至 2018 年年初,该指标显示工业企业利润表现有所缓和,但进入下半年工业利润增速再次下滑。

目前 CPI 指数虽然略有上升,但 M2-M1 剪刀差尾部下行,未来居民消费持续上行的动力不足。

工业企业利润下滑,以及 CPI 持续上行承压,未来宏观消费面较弱。

图 24: PPI-CPI 剪刀差及工业企业利润增速 (%)

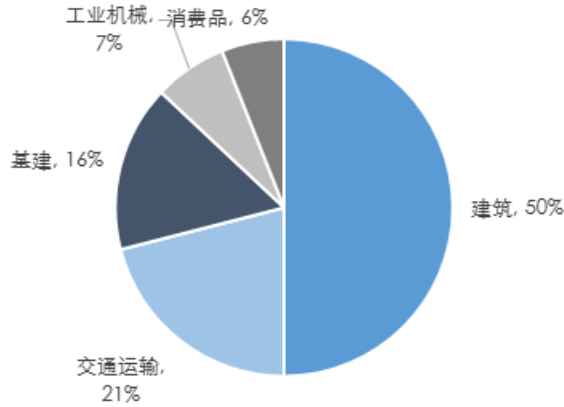
图 25: CPI 及 M2-M1 剪刀差 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

国内锌消费终端需求主要用于建筑、交运及基建行业，其中建筑业占比高达 50%，主要用于房地产后期消费，其次为交运 21%及基建 16%。

图 26：中国锌终端消费占比



数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

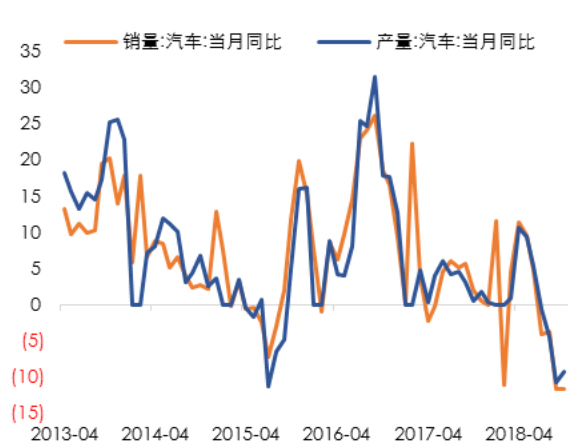
建筑行业对锌锭需求占比最大，受到国内限购以及房地产去库存影响，房地产开发投资完成额增速平稳，而销售面积同比增速持续下行，锌锭作为房地产行业后期消费品，受销售面积疲弱影响，预计未来消费较弱。

汽车产销量均呈现负增长，新能源汽车得到政策支持，需求量占比有所增长，但新能源汽车生产相较于传统汽车用锌量较少，汽车行业对于锌的需求将持续下行。

图 27：房地产销售及开发持续走低 (%)



图 28：汽车产销量呈负增长 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.3 全球终端消费不乐观

美国、印度、日本及韩国锌消费量仅次于中国，占比合计 18%。除日本 CPI 指数在年末小幅回升外，其余 CPI 指数均大幅下滑，未来宏观消费面并不乐观。

2018年，全球对于精锌消费量较疲弱，下半年持续下行。我们预判明年锌消费走强可能性较小。

图 29：全球精炼锌消费量及同比（千吨）

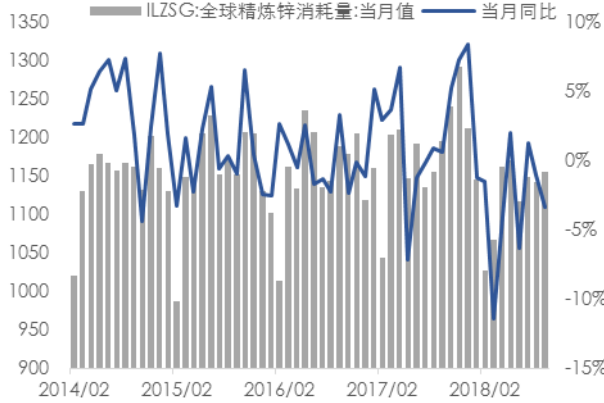
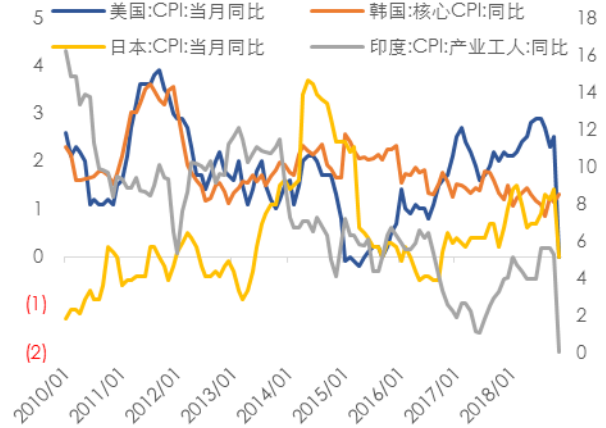


图 30：各国 CPI 大幅下滑（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 库存：中长期将逐渐累库

在锌市场供需两淡的行情下，库存是目前应关注的重点。LME 锌库存目前位于近十年的低位，截至目前仅 11.31 万吨，而亚洲地区仅 25 吨，欧洲地区仅 9.99 万吨。

目前，尽管国内三地库存及保税区库存均处于低位，但 11 月初开始有小幅回升趋势。保税区库存不到 5 万吨，三地库存仅 10 万吨左右。

库存的低位是支撑目前锌价的主要原因，但未来随着锌矿及锌锭供给的增长，以及消费面的疲软，我们预判中长期累库可能性很大。

图 31：LME 锌库存及注销仓单（吨）

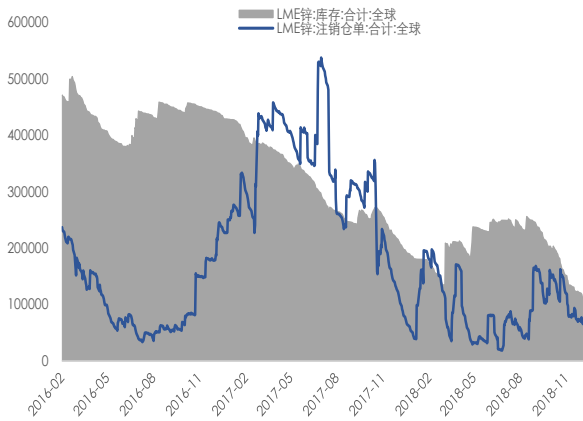
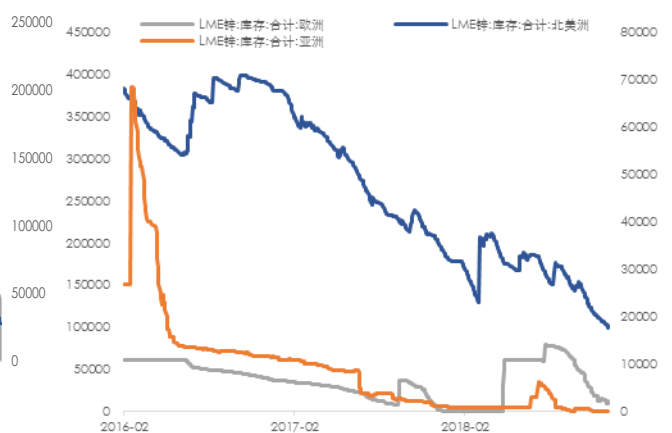


图 32：LME 锌库存分洲情况（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 33: SMM 三地库存 (万吨)

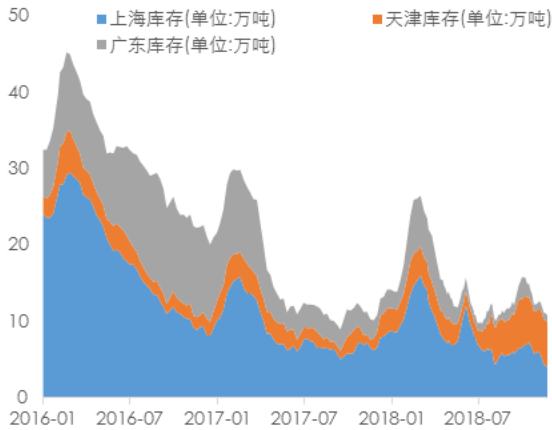
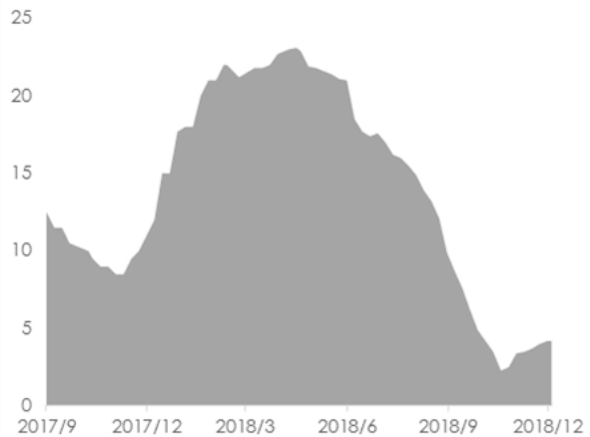


图 34: 上海保税区库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.4 供需平衡

中国及海外锌精矿供需将转向宽松, 预计明年供给略有过剩。而精炼锌方面, 随着锌锭产量供给的增长, 以及需求端的疲软, 预计未来全球精锌将供大于求。

表 8: 中国锌精矿供需平衡表 (万吨)

	锌精矿产量	锌精矿进口量	锌精矿需求量	供需平衡
2016 年	430.00	99.92	574.93	-45.0
2017 年	410.67	121.77	585.64	-53.2
2018 年 Q1	80.30	42.64	146.83	-23.9
2018 年 Q2	108.44	35.15	136.61	7.0
2018 年 Q3	116.61	32.92	134.08	15.4
2018E	427.1	148.4	566.9	8.6
2019E	444.2	150.0	574.2	20

数据来源: 兴证期货研发部

表 9: 全球锌精矿供需平衡表 (万吨)

	锌精矿产量	锌精矿需求量	供需平衡
2016 年	1202	1291.3	-89.3
2017 年	1256	1287.1	-31.1
2018E	1303.7	1303.8	-0.1
2019E	1355.9	1320.8	35.1

数据来源: 兴证期货研发部

表 10：全球精锌供需平衡表（万吨）

	精炼锌产量	精炼锌需求量	精炼锌供需平衡
2016 年	1365.4	1370.7	-5.3
2017 年	1370.0	1386.5	-16.5
2018E	1387.8	1402.5	-14.7
2019E	1415.6	1404.6	10.9

数据来源：兴证期货研发部

4. 总结

1. 锌精矿：在锌矿开采的高利润推动下，大型矿企资本支出逐渐增长，开采项目逐步实施，预计明年锌精矿产量将逐步释放产量，增速在 4%左右。
2. 锌锭：随着加工费逐步走高，冶炼厂利润恢复，在高利润以及锌矿供给增长的双重影响下，锌锭产量恢复增长
3. 受环保政策影响，镀锌板、压铸合金及氧化锌的开工率均处于低位，锌锭下游初级消费疲软，预计明年增长有限。
4. 中国及全球宏观消费面临下滑，建筑行业作为锌终端消费占比大头，其未来增速空间面临下滑的趋势，终端消费恐难有支撑
5. 结合供需端，中长期来看，全球锌矿供大于求，锌锭供需逐渐从紧平衡转宽松，锌价面临下行风险。而短期来说，目前库存处于低位，不适宜立即看空。

5. 风险提示

锌矿供应不达预期；环保政策进一步收紧影响锌锭产量；中国宏观经济超预期下滑。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。