

兴证期货·研发中心

2019年3月4日 星期一

有色研究团队

孙二春

从业资格编号:F3004203

咨询资格编号:Z0012934

胡悦

从业资格编号:F3050247

胡佳纯

从业资格编号:F3048898

联系人

胡悦

021-20370943

huyue@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年2月，锌价震荡整理，小幅下挫0.29%。2019年2月，有色板块中，仅锌价有所下跌。

● 后市展望及策略建议

1. 2019年，根据已经公布产量计划的全球大型矿企测算，预计全球锌精矿增速在5%左右，中国全年锌矿供给增量在17万吨左右。从矿企来看，增量主要来自于嘉能可，其预计新增产量达10万吨，而Teck受现金成本增加影响，产量将减少5万吨。内蒙古3月份的矿山检查，锌精矿供给恐受到影响。尽管全年预估锌矿有较大释放，但国内受寒冷天气影响，部分矿区关停，以及春节放假，预计一季度释放不及预期。

2. 冶炼产能受钳制，一季度产量下滑。尽管目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，但受到锌矿供给紧缺，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，1月锌锭产量不及往年同期。株冶已于12月底关停30万吨产能，而新的冶炼厂仍在建设期，预计二季度才能正式有所产出。春节假期对冶炼有所影响，叠加冬季气候影响，部分冶炼厂恐供暖不足，锌锭产量可能出现进一步下滑。

3. 初级消费开工率大幅下滑，终端需求较为疲弱。2019年1月，受春节影响，下游加工厂开工率下滑较大，锌锭需求进一步下滑。房地产、基建及汽车固定资产投资均有所放缓。整体而言，18年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大，需求疲弱。

4. 锌库存处于近几年低位。LME 库存持续下滑，降至7万吨以下，处11年以来低位。国内锌锭受春节影响，增幅较大，但仍然不及往年同期。随着锌下游加工厂恢复生产，需求将有所恢复，库存增幅将有所放缓。三月库存累积量需重点关注，若拐点出现，锌价将承压。

我们认为国内锌矿产量增速一季度释放承压，锌锭受环保及搬迁等钳制，产量释放承压，需求端疲弱，基本面变化不大，供需两淡的行情之下，库存仍为重点。目前，国内库存增长缓慢，LME 库存持续下行，短期内对锌价有一定支撑。综上，一季度锌价不适宜立即看空，进入二三季度，锌价或下行，仅供参考。

● 风险提示：

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 全球宏观经济超预期下滑；
3. 锌锭累库超预期。

1. 行情回顾

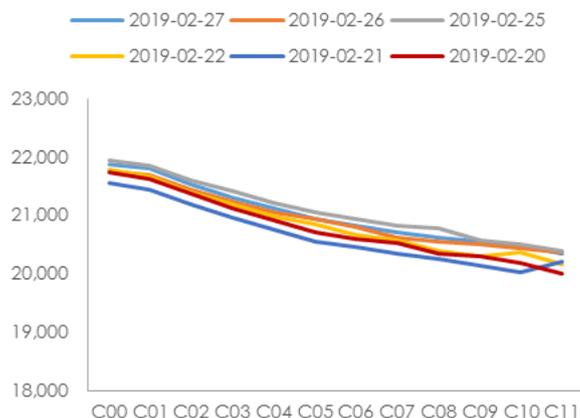
2019年2月，LME 锌小幅下挫，跌幅达 0.29%，2019年1月至今，锌价震荡上行，涨幅达 14.84%。2月，有色板块中，锌是唯一小幅下挫的品种，其余有色商品均小幅上涨。目前，沪锌仍维持 back 结构，但结构缩小，甚至出现 contango 结构，近期可密切关注沪锌期限结构。

图1 :LME各品种2018年涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2 :沪锌期限结构（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图3 :LME锌及沪锌价格走势（右轴：沪锌）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4 :SMM 0#锌平均价（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2. 基本面

2.1 锌矿供给释放一季度难实现

据 ILZSG 统计,2018 年全球锌精矿产量达 1278.8 万吨,同比下滑 4.46%。12 月产量达 116.68 万吨,环比增长 5.64%,同比下滑 1.11%。亚洲地区减产较大,产量同比下滑约 11.92%,同比增速较大的系大洋洲,达 30.64%。

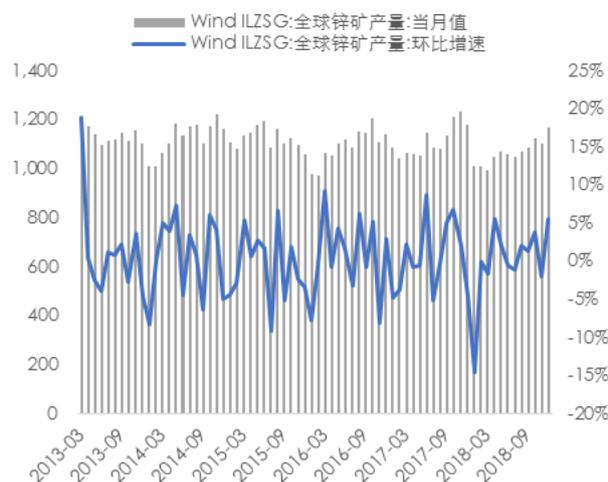
2018 年锌精矿产量在过去五年内处于历史低位,尤其是二三季度,锌精矿产量低迷。鉴于锌矿供应短缺传导至锌锭存在时间差,因此锌矿的短缺并未体现在二三季度的锌价上,而是体现在四季度锌价的震荡小幅上行,以及锌锭累库拐点迟迟未出现。

从矿企角度看,全球前 15 矿业集团锌精矿 2018 年产量总计 507.81 万吨,同比下滑 3.8%,产量占比全球达 39.71%。对比 2017 年,大部分矿企产量均有所下滑,产量下滑的主要原因系品位下降,以及一些矿区被关闭所致。MMG 产量增长高达 155%,主因其重启位于昆士兰的世纪锌矿,其年产量可达 50 万吨。其余产量增速较大的主要原因是锌矿回收率的提高,及实施锌矿扩产计划。

部分矿企公布了 2019 年的产量计划,大部分企业对产量均有所上调。从已经公布计划产量的公司来看,2019 年产量增长 17.29 万吨,增速达 5.79%。Teck 对其锌矿产量有所下调,其三座矿山均有不同程度的产量下调,2019 年红狗矿产量预计在 53.5-55.5 万吨,下调 7%,Antamina 产量预计下调 2.5 万吨。2020-2022 年,红狗矿产量预计在 52-52 万吨。2019 年 Teck 现金成本预计在 0.35-0.4 美元/盎司,而 2018 年则仅有 0.31 美元/盎司,我们推测泰克下调产量或因锌矿现金成本有所上涨的缘故。嘉能可 2019 年的锌精矿产量增长主要来自于 McArthur River。随着世纪锌矿逐步达产,MMG 的产量进一步增长,预计 2019 年增量在 4 万吨。

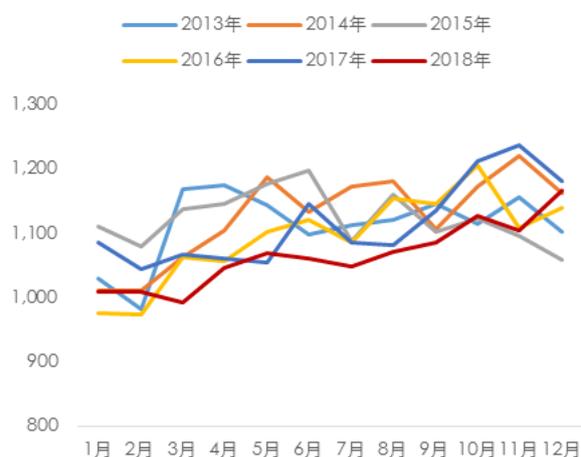
2018 年,全球前十大矿山产量达 285.9 万吨,全球占比 22.36%,较去年同期增长 2.84%。尽管去年全球锌矿供应减少,但十大矿山的产量却有所增加。全球矿供给下滑或因受到锌价下挫影响,小型矿山盈利受损,产量有所下滑。

图 5: 全球锌精矿产量及环比增速 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 全球锌精矿产量季节性变化 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 1: 2019 年计划产量增速达 5.79%

序号	公司	2018(万吨)	2017(万吨)	2018 同比增速	2018 占比	2019 计划产量 (万吨)
1	Glencore	106.81	109.02	-2.03%	8.35%	119.5
2	Hindustan Zinc	76.7	91.2	-15.90%	6.00%	-
3	Teck	70.5	65.9	6.98%	5.51%	63.5
4	Nexa Resources	37.3	37.5	-0.53%	2.92%	38.5
5	Boliden	29.1	30.5	-4.59%	2.28%	-
9	Industria Penoles	29	28.5	1.75%	2.27%	-
6	MMG	22.3	8.72	155.73%	1.74%	26
7	Sumitomo	20.2	22.6	-10.62%	1.58%	-
8	Minera Volcan	19.6	25.51	-23.17%	1.53%	-
10	紫金矿业	18.4	27	-31.85%	1.44%	-
11	中金岭南	17.7	20	-11.50%	1.38%	-
12	Nystar	15.9	12.3	29.27%	1.24%	-
13	Lundin	15.2	14.9	2.01%	1.19%	15
14	Trevali	14.7	17.9	-17.88%	1.15%	17
15	Goldcorp	14.4	16.3	-11.66%	1.13%	19
	合计	507.81	527.85	-3.80%	39.71%	298.5

数据来源: 公司公告、兴证期货研发部

表 2: 2018 全球大型矿山产量增速达 2.84%

序号	矿山	公司	2018 产量	2017 产量	增速
1	Red Dog	Teck	54.5	54.2	0.55%
2	Rampura Agucha	HZL	50	60.7	-17.63%
3	Antamina	Teck	39	37.2	4.84%
4	Mount Isa	Glencore	27.8	22.6	23.01%
5	San Cristobal	Sumitomo	25	22.6	10.62%
6	McArthur River	Glencore	25.4	21	20.95%
7	Sindesar Khurd	HZL	17.7	14.7	20.41%
8	Penasquito	Goldcorp	16.5	16.3	1.23%
9	Tara	Boliden	15	13.1	14.50%
10	Cerro Lindo	Nexa Resources	15	15.6	-3.85%
	合计		285.9	278	2.84%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

据 SMM 统计，2019 年 1 月，国内锌精矿产量达 27.12 万吨，同比下滑 10.88%，环比下滑 24.44%。1 月锌矿供给下滑主因受到春节放假影响，结束年底冲量后，整体矿山因加工费高企等原因，生产积极性并不高，有生产条件的更倾向于安排检修，为后续生产做准备，从而拖累了部分开工。

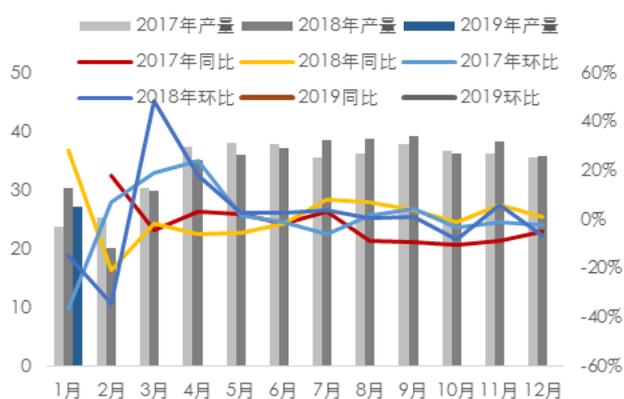
2 月 23 日，银漫矿业发生安全事故，内蒙古地区 12 盟市将展开为期一个月的安全检查，直到 3 月底，对锌矿生产将有所影响，内蒙古锌矿产量占全国 30% 左右，若安全检查拖累开工率，对锌矿供给的影响较大。

从进口量来看，1 月进口锌精矿为 30.14 万吨（实物吨），同比减少 3.92 万吨（实物吨）。从进口国别看，澳大利亚进口累计共 12.30 万实物吨，占总量的 41%，位居第一位，秘鲁进口占比 14%，位居第二位，西班牙超越俄罗斯，成为第三大锌精矿进口来源国，进口占 8%。澳大利亚 2 月发生洪水，对汤斯维尔港有所影响，该港口向外发运澳洲约 40% 的锌产量，相当于每年 70 万吨左右，占全球 5%。

鉴于目前国内锌精矿供给受寒冬影响，开工率有所下滑。国内锌矿供应受安全检查、春节效应等影响，预计一季度产量释放不足。而进口矿方面，或受到澳大利亚的洪水影响，也将有所下滑。根据已经公布产量计划的锌矿产量来看，预计全球及中国锌矿供应增速在 5% 左右，中国 2019 年增量在 17 万吨左右。预计国内一季度锌矿供应增量释放的可能性较小，供应的释放

大概率会出现在二三季度。

图 7: 国内锌精矿产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 8: 锌精矿进口量 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 尽管加工费上行，锌锭供给仍无有效改善

全球锌锭 2018 年产量达 1328.6 万吨, 同比下滑 3.08%。全球前十大冶炼厂 18 年产量达 649.7 万吨, 占全球 48.99%, 同比增 2.31%。下半年加工费大幅增长, 冶炼厂开工热情上涨, 2018 年锌锭产量下滑速度好于锌精矿。

2019 年 1 月, 国内精炼锌产量达 43.4 万吨, 同比下滑 11.39%, 环比减少 3.13%。尽管加工费持续上行, 冶炼厂利润丰厚, 但受到锌矿供给紧缺, 及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制, 1 月锌锭产量进一步下滑。2 月受春节影响, 叠加冬季气候影响, 锌锭产量预计进一步下滑。

株冶集团在湖南省株洲市石峰区清水塘生产区冶炼产能已于 2018 年 12 月底关停退出, 公司拟新建年产 30 万吨锌基材料项目。新建产能共两条生产线, 产能分别为 15 万吨, 目前新冶炼厂尚在试生产, 尚未有锌锭投入市场, 预计第一条生产线将于二季度才能达成。

2 月韩国锌业的温山冶炼厂发生火灾, 但火情较小, 迅速被控制, 后期会有相关的检修和检查。公司表示不会影响后续的交货日期, 需密切关注后续锌锭进口量。

2019 年 1 月, 锌锭进口量 6.92 万吨, 环比下降 26.2%, 同比上升 3.11%。12 月进口大幅亏损, 恐影响 2 月精炼锌到货量, 预计今年 1、2 月进口量将锐减, 而 1 月份进口盈利窗口再度打开, 若韩国锌业能正常交付, 则 3 月进口量或恢复。

国内受锌精矿供给紧张, 春节假期影响, 锌锭供应或进一步下滑, 而进口方面由于进口盈

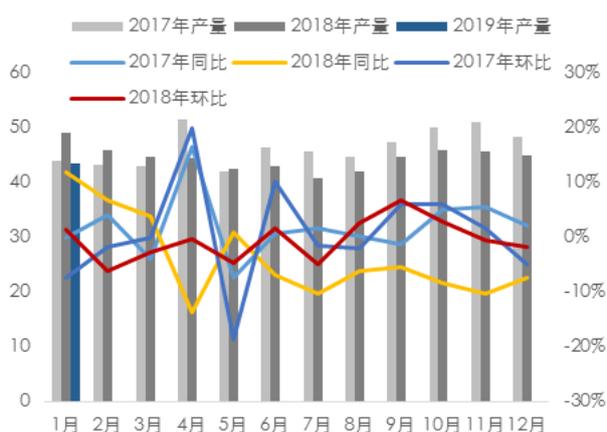
利亏损较大，预计一季度进口量难增，1月锌锭整体供给紧张，相较2018年12月或进一步下滑。2月作为传统的锌锭及锌矿供给低迷时期，今年相较于往年可能会出现低位。目前加工费处于高位，冶炼厂加工热情度较高，3月锌锭供给有望逐步恢复。

表 3：2018 全球大型冶炼厂产量增速达 2.31%

序号	公司	2018(万吨)	2017(万吨)	2018 同比增速	2018 占比
1	Korea Zinc Group	123.6	119.2	3.69%	9.32%
2	Nystar	107.5	101.8	5.60%	8.11%
3	Glencore	99	101.1	-2.08%	7.47%
4	Hindustan Zinc	78.2	80.1	-2.37%	5.90%
5	Nexa Resources	60.2	58.3	3.26%	4.54%
6	Boliden	50.2	45.7	9.85%	3.79%
7	陕西有色	41	45.8	-10.48%	3.09%
8	河池南方	32	32	0.00%	2.41%
9	Teck	30.7	31	-0.97%	2.32%
10	Noranda Income Fund	27.3	20	36.50%	2.06%
合计		649.7	635	2.31%	48.99%

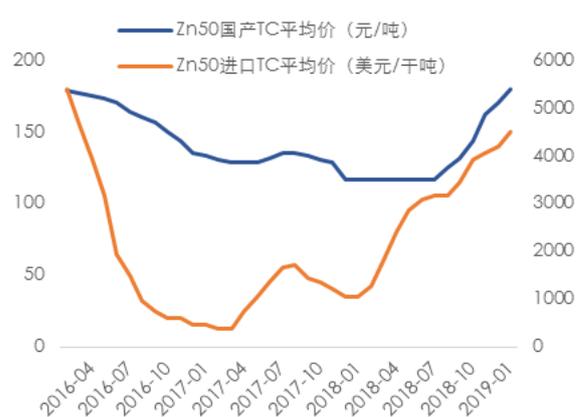
数据来源：公司公告、Woodmac、兴证期货研发部

图 9：国内锌锭产量（万吨）



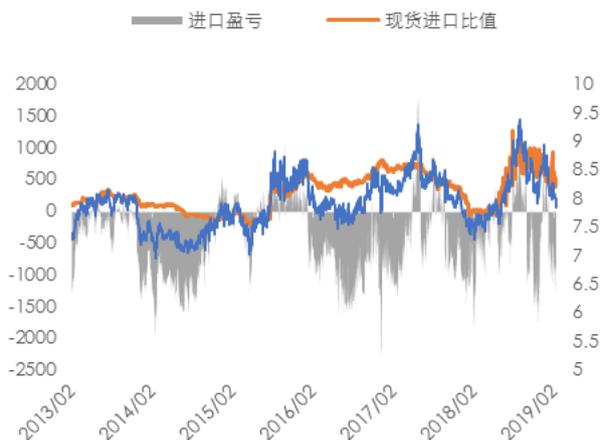
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：国内锌加工费情况（万吨）



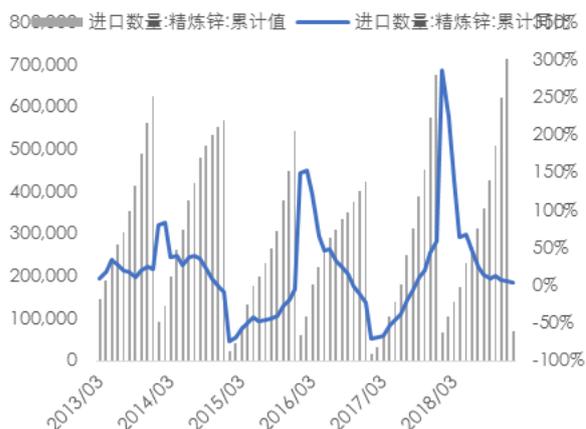
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11: 国内锌锭进口盈亏 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 12: 国内锌锭进口量 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

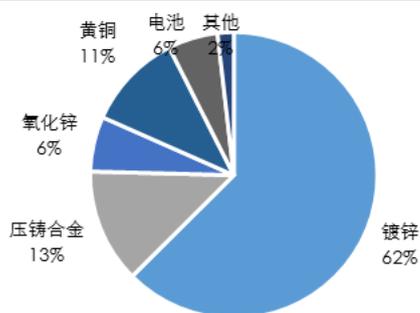
2.3 锌及下游消费开工率大幅下滑

锌锭初级消费主要为镀锌、氧化锌及压铸合金，从终端行业看，建筑、交运及基建为锌的主要消费领域。

2018 年，锌锭开工率整体处于近几年低位。2019 年 1 月，锌锭开工率达 71.38%，较去年 12 月下滑 5.3 个百分点。尽管加工费高位，锌价居高不下，但锌锭开工率仍处于低位，究其原因，主要系受到环保的刚性钳制，叠加部分冶炼厂搬迁，株冶的 30 万吨产能尚处试运行，以及锌精矿的供给释放不足。此外，1 月春节假期较长，导致锌锭的开工率继续下滑。

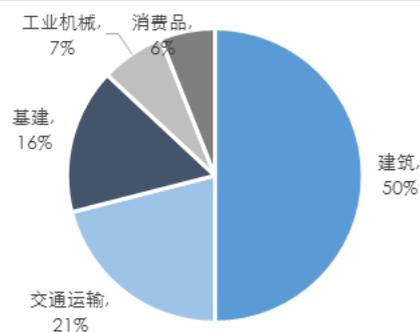
2019 年 1 月，镀锌合金开工率达 52.98%，环比下滑 29 个百分点；氧化锌开工率达 48.2%，环比下滑 11 个百分点；压铸锌合金开工率达 35.95%，环比下滑 4 个百分点。下游加工厂受春节假期影响较大，开工率下滑严重，2 月开工率将进一步下滑。随着春节效应结束，3 月开工率将恢复，但 1 月下游加工厂除镀锌厂外，开工率均不及去年同期，预计 3 月开工率不及往年。

图 13: 国内锌初级消费占比



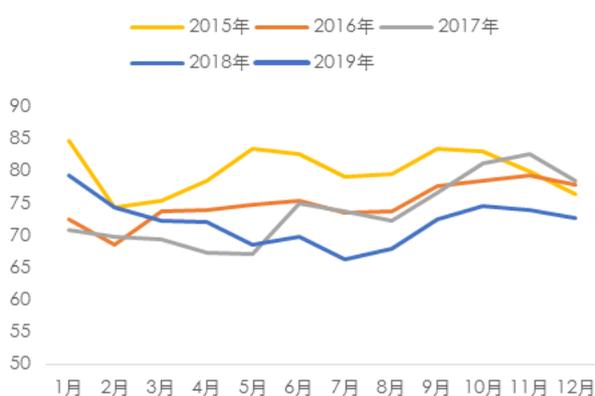
数据来源: 兴证期货研发部

图 14: 国内锌终端消费行业占比



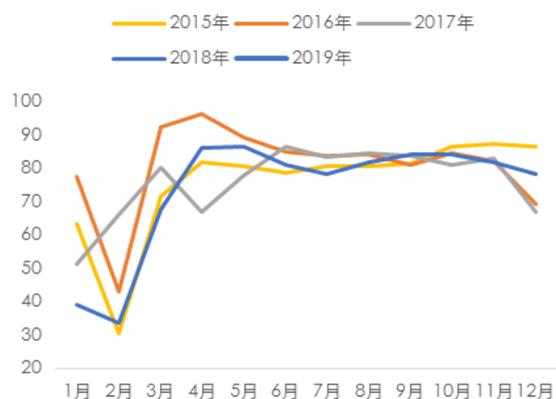
数据来源: 兴证期货研发部

图 15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)



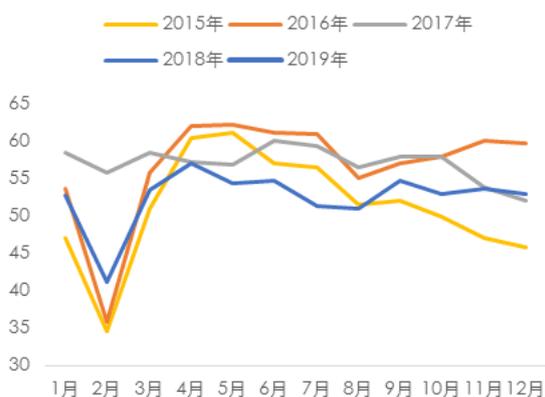
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 镀锌锌合金开工率 (%)



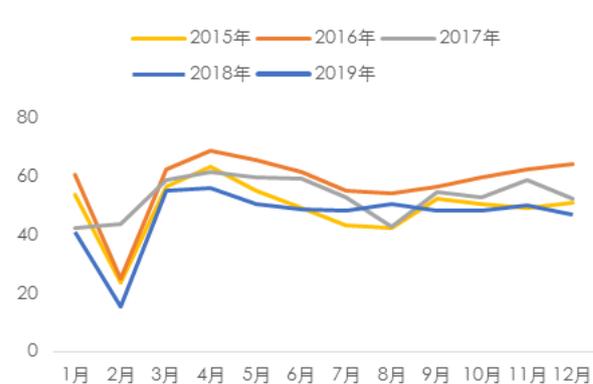
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 17: 氧化锌锌合金开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 18: 压铸锌合金开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.4 终端行业需求疲弱，未来增幅较悲观

2018年12月，房地产固定资产投资累计同比达8.3%，全年累计同比变化不大；汽车行业固定资产投资累计同比达3.2%，汽车投资增速放缓；基建行业固定资产投资累计同比达3.5%，18年下滑幅度较大。整体而言，18年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大，需求疲弱。

图 19：终端行业固定资产投资情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月，房屋新开工面积累计同比达17.2%，房屋竣工面积累计同比达-7.8%。纵观2018全年，房屋新开工面积累计同比逐渐增长，12月竣工面积累计同比小幅上行。新开工面积同比恢复，预计今年房地产竣工面积将有所增长。而商品房销售面积12月累计同比增速进一步下滑至1.3%，锌作为房地产后期使用金属，需求恐有所回落。

图 21：中国房地产建设情况 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：房地产开发投资及销售面积情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

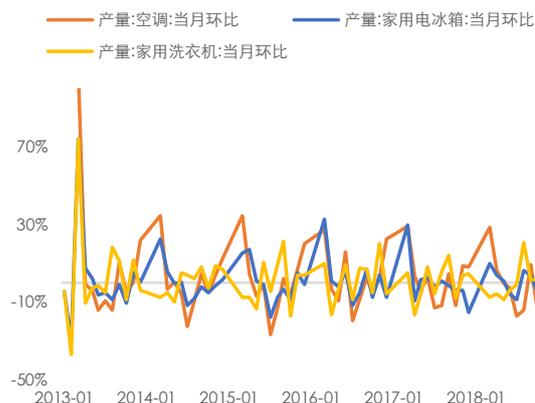
2019年1月,汽车销量累计同比为-15.76%,销量累计同比相较18年12月下滑13个百分点,产销同比增速均位于五年低位。2018年12月,空调当月环比增20.54%,洗衣机环比增9.55%,冰箱环比减12.48%。空调环比增速大幅增长主要系行业冲刺业绩目标所致,预计2019年汽车行业需求仍比较低迷,家电行业由于受到房地产行业需求疲弱的影响,增速恐进一步下滑。

图23:汽车产销量同比(%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图24:家电三大白产量环比情况

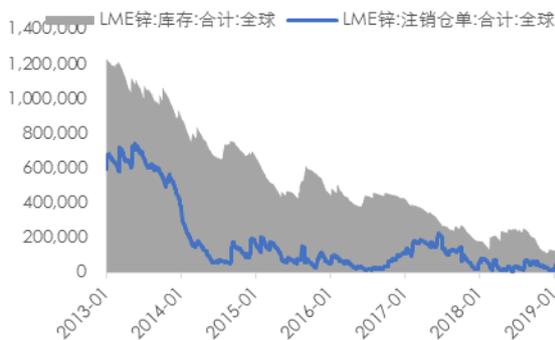


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 全球锌库存均处于历史低位

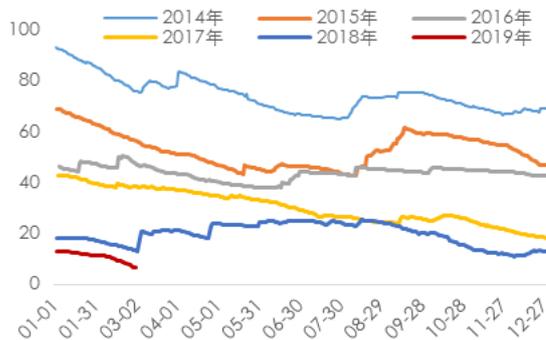
2019年3月1日,LME库存较2月1日下滑4.87万吨,仅6.46万吨,处11年来低位。全球库存低位短期内仍将支撑锌价。上期所库存较月初增6.6万吨,SMM三地社会库存较月初增7.8万吨。国内库存大涨主因受到春节影响。但目前LME及SMM库存均处于近几年低位,目前供需市场两清,库存仍为关注的重点,低库存是目前支撑锌价的主要原因。

图25:LME锌库存及注销仓单情况(吨)



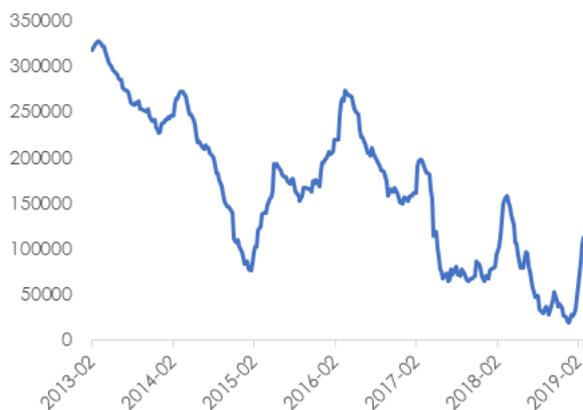
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图26:LME库存情况(吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 上期所库存 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: SMM 三地库存 (万吨)



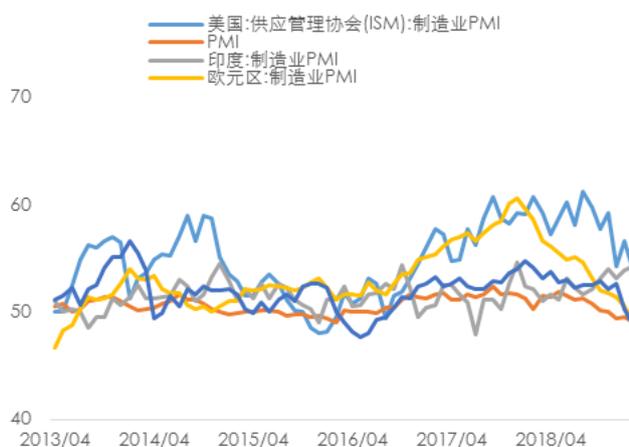
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面

3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

中国制造业 PMI 连续三个月低于荣枯线, 2 月达 49.2, 经济仍面临下行风险。除印度 PMI 指数略有好转外, 欧洲及日本均有所下滑。海外市场宏观面表现一般, 对锌价有所承压。进入 18 年三季度, LME 锌价与美元指数呈正相关, 预计 19 年美元走势与锌价或趋同。

图 29: 主要锌消费国家 PMI 指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 30: 锌价与美元指数走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 结论

1. 2019 年，根据已经公布产量计划的全球大型矿企测算，预计全球锌精矿增速在 5% 左右，中国全年锌矿供给增量在 17 万吨左右。从矿企来看，增量主要来自于嘉能可，其预计新增产量达 10 万吨，而 Teck 受现金成本增加影响，产量将减少 5 万吨。内蒙古 3 月份的矿山检查，锌精矿供给恐受到影响。尽管全年预估锌矿有较大的释放，但国内受寒冷天气影响，部分矿区关停，以及春节放假，预计一季度释放不及预期。

2. 冶炼产能受钳制，一季度产量下滑。尽管目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，但受到锌矿供给紧缺，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，1 月锌锭产量不及往年同期。株冶已于 12 月底关停 30 万吨产能，而新的冶炼厂仍在建设期，预计二季度才能正式有所产出。春节假期对冶炼有所影响，叠加冬季气候影响，部分冶炼厂恐供暖不足，锌锭产量可能出现进一步下滑。

3. 初级消费开工率大幅下滑，终端需求较为疲弱。2019 年 1 月，受春节影响，下游加工厂开工率下滑较大，锌锭需求进一步下滑。房地产、基建及汽车固定资产投资均有所放缓。整体而言，18 年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大，需求疲弱。

4. 锌库存处于近几年低位。LME 库存持续下滑，降至 7 万吨以下，除 11 年以来低位。国内锌锭受春节影响，增幅较大，但仍然不及往年同期。随着锌下游加工厂恢复生产，预计需求将有所恢复，库存增幅将有所放缓。三月库存累积量需重点关注，若拐点出现，锌价将承压。

我们认为国内锌矿产量增速一季度释放承压，锌锭受环保及搬迁等钳制，产量释放承压，需求端疲弱，基本面变化不大，供需两淡的行情之下，库存仍为重点。目前，国内库存增长缓慢，LME 库存持续下行，短期内对锌价有一定支撑。综上，一季度锌价不适宜立即看空，进入二三季度，锌价或下行，仅供参考。

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。