

兴证期货·研发中心

2019年4月1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3月，锌价震荡上行，涨幅达3.9%。2019年3月，有色板块中，锌表现强劲。

● 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，春节假期影响，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，2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，目前已开始正常生产。国内已有两所冶炼厂进行检修，影响产量在4万吨左右。预计4月锌锭产量将有所恢复。
- **3. 受春节假期影响，初级消费开工率大幅下滑，终端需求表现分化。**2019年2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。房地产投资增速有所回升，而基建及汽车固定资产投资均有所放缓。整体而言，19年终端需求方面，受棚改政策及政府投资支持，房地产及基建行业将有所回暖，而汽车将面临下行。
- **4. 锌库存处于近几年低位。**LME库存持续下滑，

降至 6 万吨以下，处 11 年以来低位。春节效应结束，下游恢复生产，国内库存小降。4 月库存累积量需重点关注，若拐点出现，锌价将承压。

- 我们认为目前锌价仍处于高位，锌矿生产积极性不减，二季度锌矿将大幅度释放。而锌锭尽管受环保及搬迁等钳制，产量释放承压，但冶炼厂利润丰厚，且株冶产量已恢复正常，锌供给较为乐观。需求方面，房地产及基建行业将是未来需求的支撑，汽车需求面临下行。二季度，预计供需均有所好转，因此库存仍为关注重点。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，4 月锌价不适宜立即看空，中长期来看，锌价或缓慢下行，仅供参考。

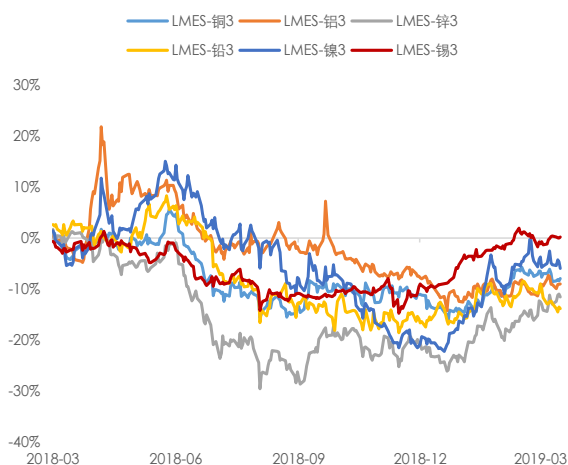
- 风险提示：

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

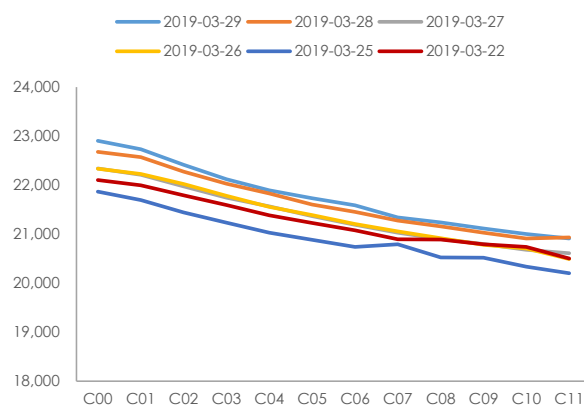
2019年3月，LME 锌震荡上行，涨幅达 3.9%，2019 年 1 月至今，锌价强势上行，涨幅达 19.73%。3 月，有色板块中，锌表现较为强势。目前，沪锌仍维持 back 结构，但价差缩小，近期可密切关注沪锌期限结构。

图1:LME各品种2018年涨跌幅



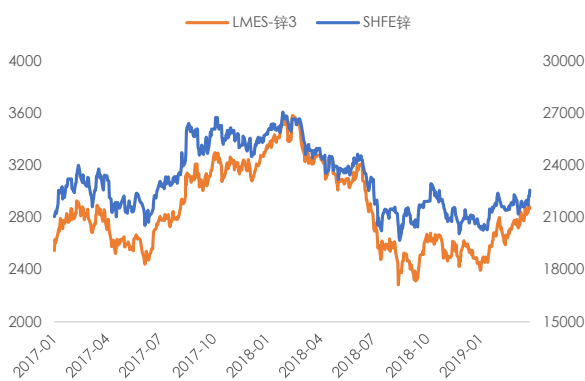
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2:沪锌期限结构(元/吨)



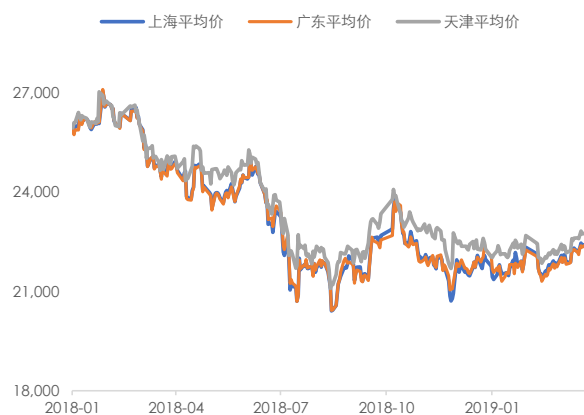
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 锌矿供给释放或在二季度实现

据 ILZSG 统计，2019 年 1 月全球锌精矿产量达 106.81 万吨，同比增加 5.9%，环比下滑 8.14%。从公布的去年 12 月产量看，亚洲地区增产较大，产量同比增 7.17%，美洲增 5.82%，其余地区产量持平。

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。

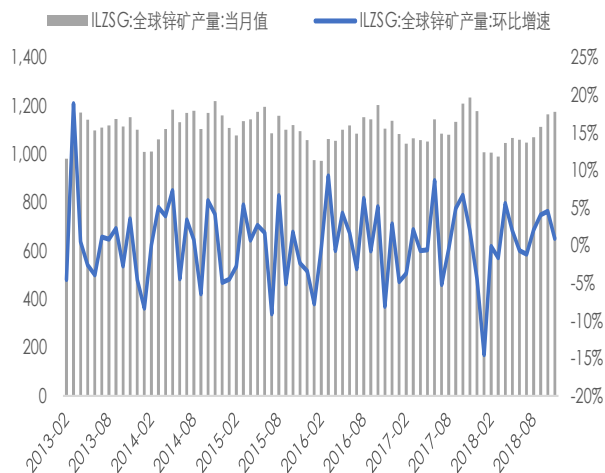
从矿企角度看，全球前 15 矿业集团锌精矿 2018 年产量总计 507.81 万吨，同比下滑 3.8%，产量占比全球达 39.71%。对比 2017 年，大部分矿企产量均有所下滑，产量下滑的主要原因系品位下降，以及一些矿区被关闭所致。产量增速较大的主要原因是锌矿回收率的提高，及实施锌矿扩产计划。

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，主因大型矿山现金成本较低，2018 上半年的锌价下跌对其影响较小。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。

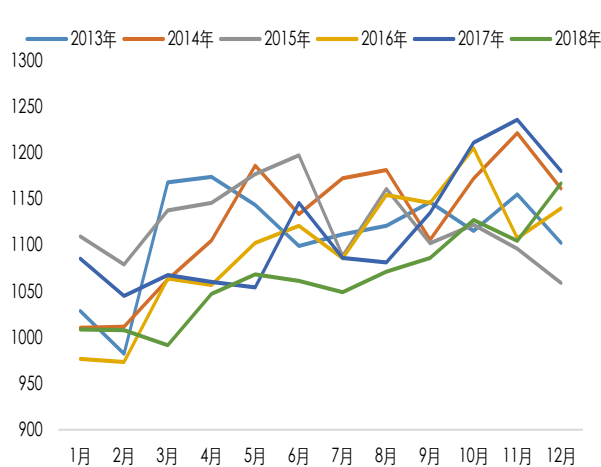
秘鲁 2019 年 1 月锌矿产量同比下降 7.8%，但矿业投资同比增长 48%。预计进入二季度，秘鲁锌矿产量将有所恢复，秘鲁锌矿产量占比 12%，位居世界第二。3 月末，嘉能可暂缓了 McArthur River 锌矿的采矿作业，以应对飓风，预计 4 月份产量将受影响。

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	Trevdli	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 2 月，国内锌精矿产量达 21.75 万吨，同比上涨 8.32%，环比下滑 19.8%。2 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

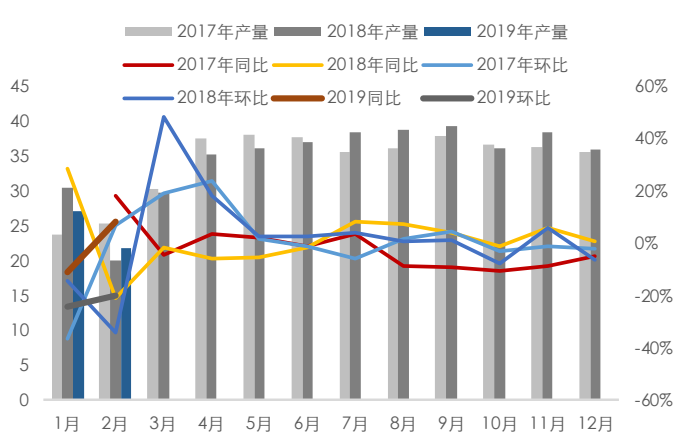
部分开工。

内蒙古地区已于3月开展安全检查,届时不合格的锌矿将被关闭,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,2月进口锌精矿为28.93万吨(实物吨),同比增加了8.16万吨(实物吨),环比减少了1.21万吨(实物吨)。从进口国别看,澳大利亚进口占比40%,位居第一位,秘鲁进口占比18%,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14%。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%。

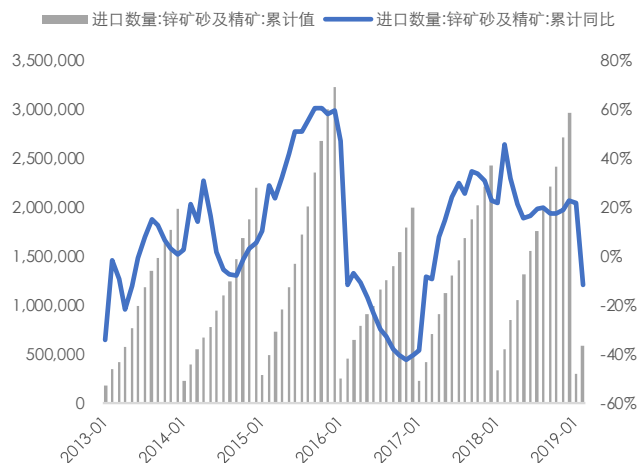
国内锌矿供应受安全检查、春节效应等影响,预计一季度产量释放不足。而进口矿方面,目前进口亏损严重,进口力度不大,预计二季度进口增量受限。根据已经公布产量计划的锌矿产量来看,预计全球及中国锌矿供应增速在5%左右,中国2019年增量在17万吨左右。预计国内一季度锌矿供应增量释放的可能性较小,供应的释放大概率会出现在二三季度。

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2019年1月精锌产量112.5万吨,环比下滑4.18%,同比下滑1.16%。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%。

2019年2月,国内精炼锌产量达42.04万吨,同比下滑3.13%,环比减少8.45%。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,公司新建产能共两条生产线,产能分别为15万吨,目前新冶炼厂已有锌锭产出,产量在1000吨/天,生产已恢复正常。

3月驰宏锌锗及白银有色均进入传统检修期,影响产量在4万吨左右。

2019年2月精炼锌进口量2.035万吨，环比下降70.59%，同比下降46.04%。目前进口仍大幅亏损，预计今年4月进口量恢复的可能性较小。

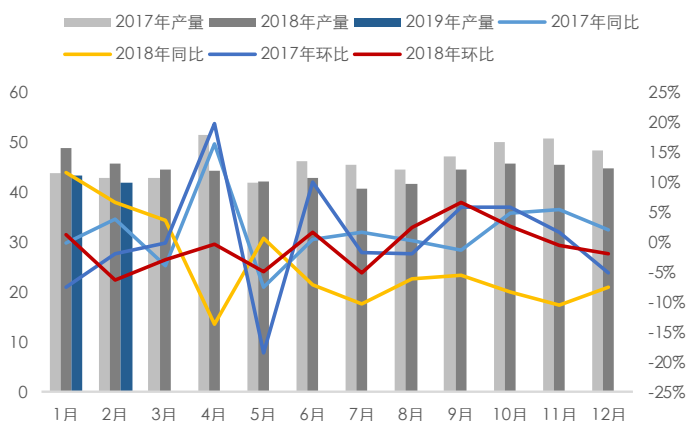
国内受锌精矿供给紧张，春节假期影响，锌锭供应或进一步下滑。进口方面由于进口盈利亏损较大，预计一季度进口量难增，2月锌锭整体供给紧张，同比及环比均出现下滑。2月作为传统的锌锭及锌矿供给低迷时期，今年相较于往年有所下滑。目前加工费处于高位，冶炼厂加工热情度较高，3月锌锭供给有望逐步恢复。目前，株冶已恢复正常生产，鉴于冶炼厂利润丰厚，预计进入二季度，锌锭产量有所增加。

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%

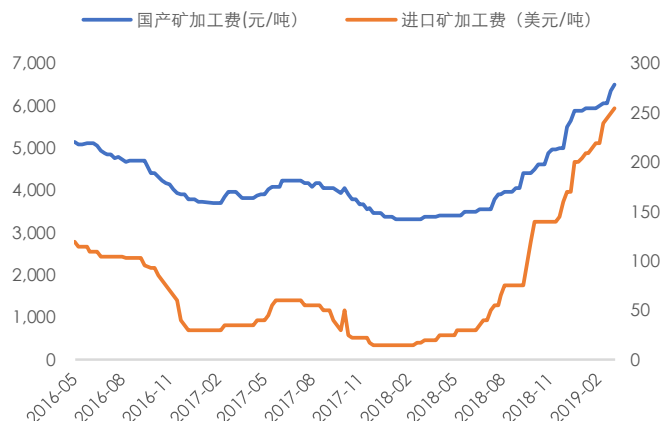
数据来源：公司公告、Woodmac、兴证期货研发部

图 9：国内锌锭产量（万吨）



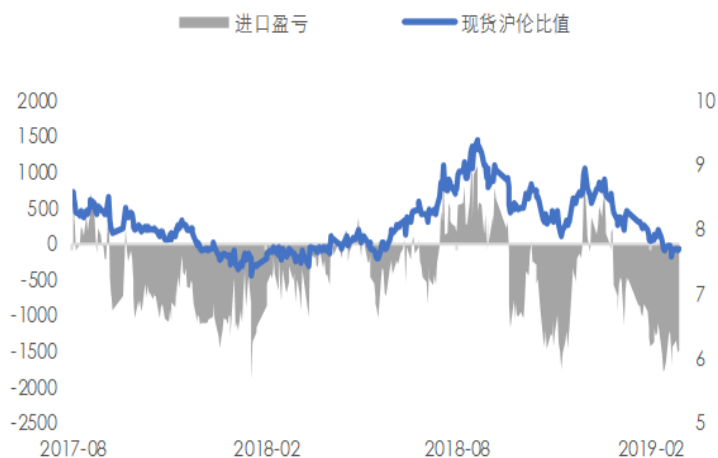
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：国内锌加工费情况（万吨）



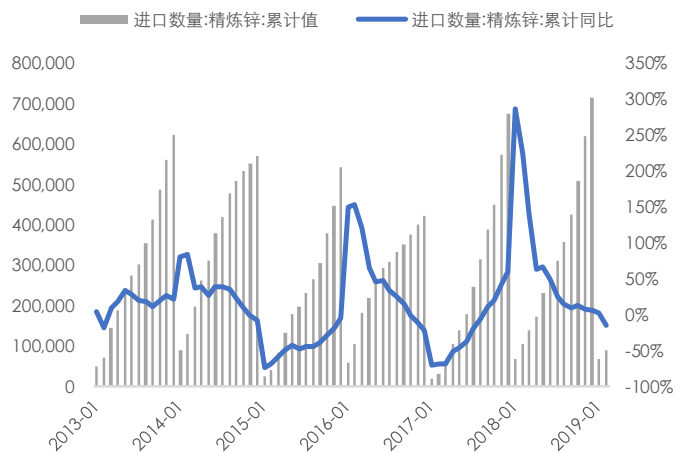
数据来源：SMM，兴证期货研发部

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: 国内锌进口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

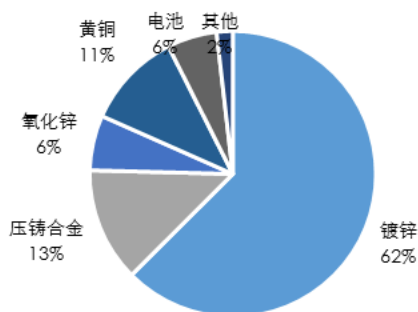
2.3 锌及下游消费开工率大幅下滑

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 2 月，锌锭开工率达 69.1%，较 1 月下滑 2.28 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，二月系春节假期，也是锌锭冶炼的传统淡季。

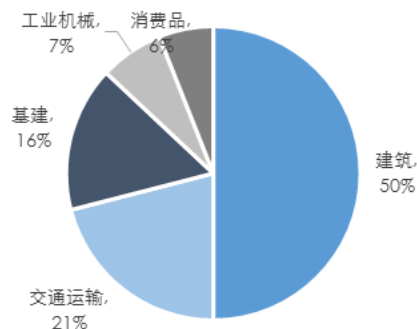
2019 年 2 月，镀锌合金开工率达 47.98%，环比下滑 16.13 个百分点；氧化锌开工率达 39%，环比下滑 9.2 个百分点；压铸锌合金开工率达 25.2%，环比下滑 10.75 个百分点。下游加工厂受春节假期影响较大，开工率下滑严重，随着春节效应结束，3 月开工率将恢复。二季度是下游的传统旺季，预计 4 月开工率将大幅提升。

图 13: 国内锌初级消费占比



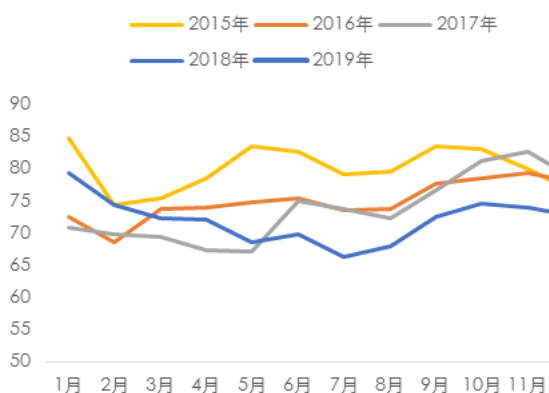
数据来源: 兴证期货研发部

图 14: 国内锌终端消费行业占比



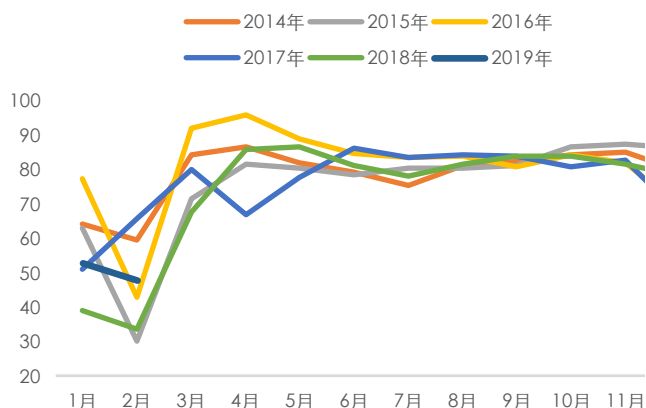
数据来源: 兴证期货研发部

图 15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)



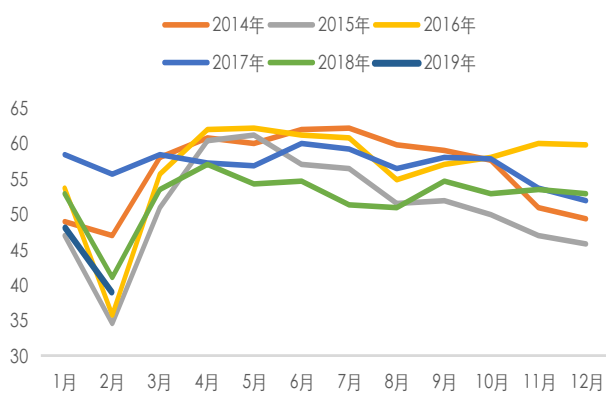
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 镀锌锌合金开工率 (%)



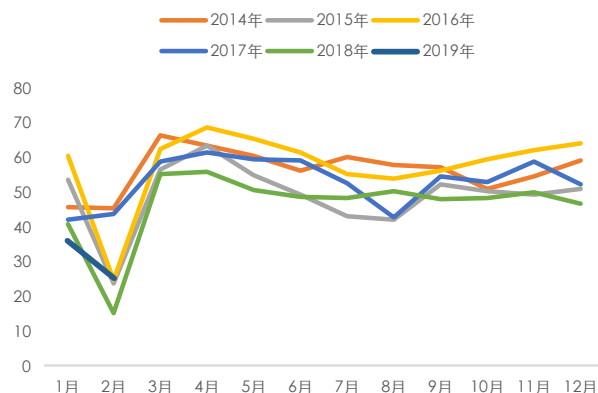
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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 (%)

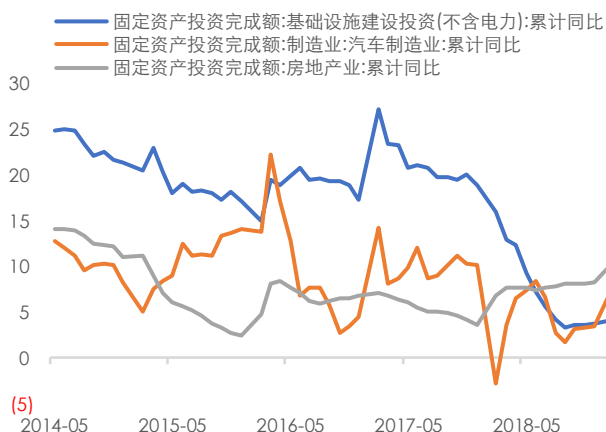


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.4 终端行业需求有所恢复, 预计二季度将有所提升

2019年2月, 房地产固定资产投资累计同比达10.6%, 累计同比有所回升, 主要是国内对基建行业的大力支持, 使得房地产投资有所回升; 汽车行业固定资产投资累计同比达8.1%, 汽车投资增速回升; 基建行业固定资产投资累计同比达4.3%。整体而言, 19年2月, 固定资产投资增速均有所回升, 宏观需求有所恢复。因棚改货币化政策、土地购置等因素的支撑, 地产投资增速始终保持高位运行, 带动房地产新开工、施工增速持续好于预期。房地产和基建是周期行业需求的锚, 实际需求屡超预期。

图 19: 终端行业固定资产投资情况

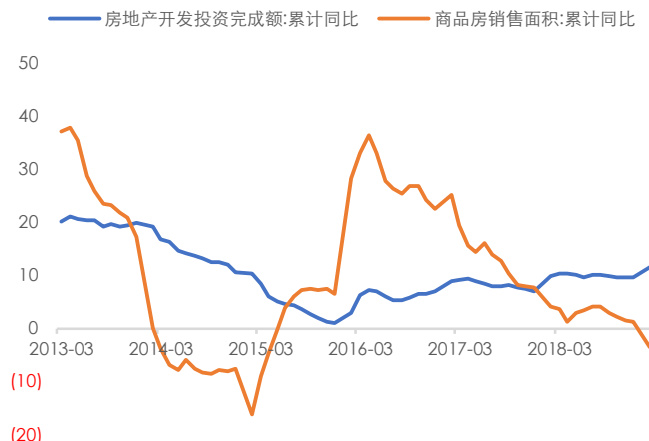
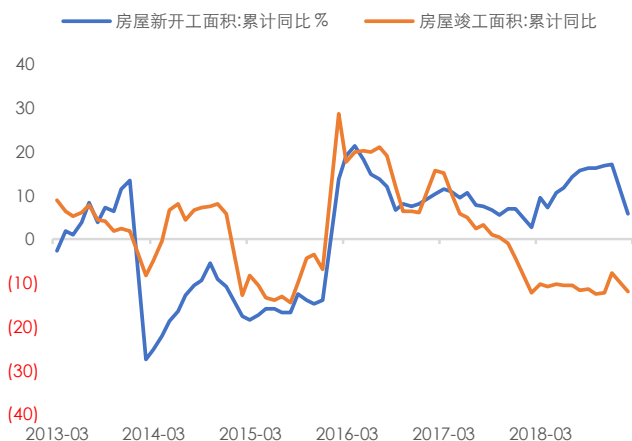


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年 2 月, 房屋新开工面积累计同比达 6%, 房屋竣工面积累计同比达-11.9%。除房地产开放投资完成额同比有所上升外, 房屋新开工及竣工面积的累积同比均有所下降, 销售面积出现负增长。精锌主要用于房地产行业的后期, 即装修、家装等, 因此随着销售同比的下行, 精锌在房地产的需求恐有所回落。但随着房地产开发投资的完成度提升, 预计二季度房地产的竣工面积将有所提升。

图 20: 中国房地产建设情况 (%)

图 21: 房地产开发投资及销售面积情况



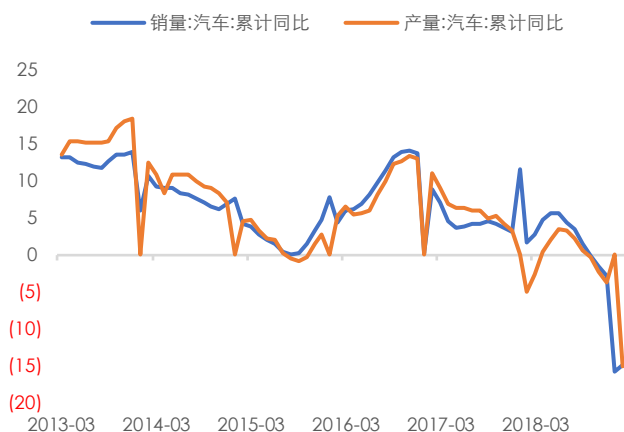
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年 2 月, 汽车销量累计同比为-14.94%, 销量累计同比相较 1 月上涨 0.8 个百分点, 产销同比增速仍处于负增长。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, 家电行业有所分化, 由于受到房地产行业需求疲弱的影响, 增速恐进一步

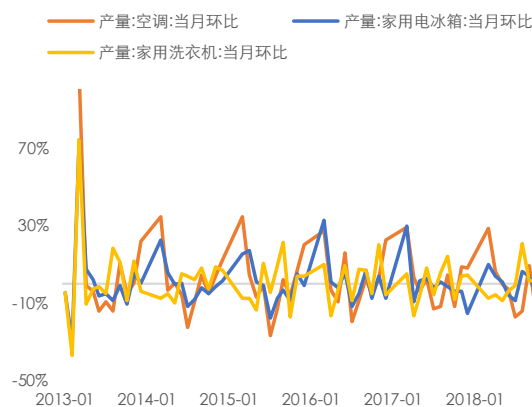
下滑。锌的消费偏重冰箱及洗衣机，而冰箱产量有所下滑，预计二季度家电行业的需求恐难增长。

图 22:汽车产销量同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23:家电三大白产量环比情况

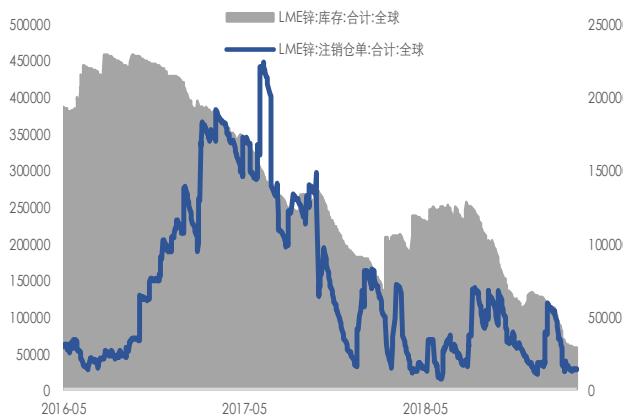


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 全球锌库存均处于历史低位

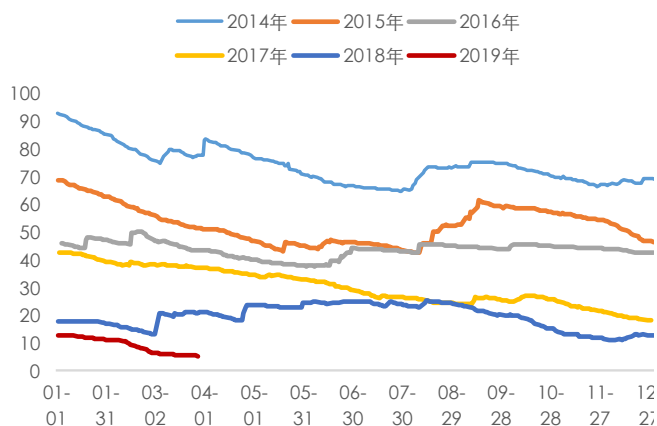
2019年3月29日, LME库存较3月1日下滑1.098万吨, 仅5.23万吨, 处11年来低位。全球库存低位短期内仍将支撑锌价。上期所库存较月初减0.34万吨, SMM三地社会库存较月初减0.23万吨。春节效应结束, 下游恢复正常生产, 国内库存有所下滑。目前LME及SMM库存均处于近几年低位, 供需市场两清, 库存仍为关注的重点, 低库存是目前支撑锌价的主要原因。

图24:LME锌库存及注销仓单情况(吨)



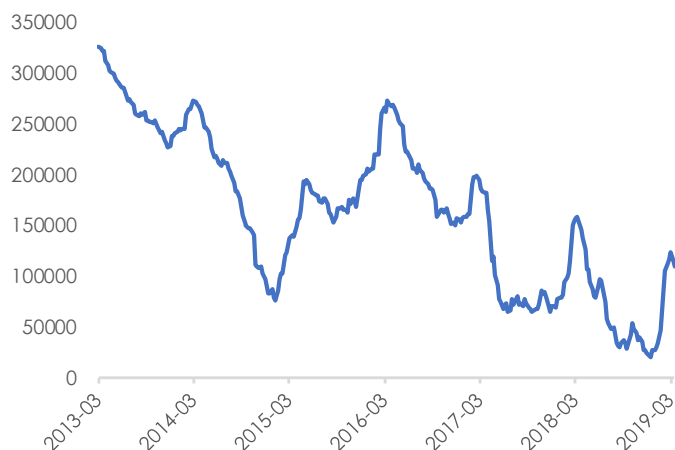
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25:LME库存情况(吨)



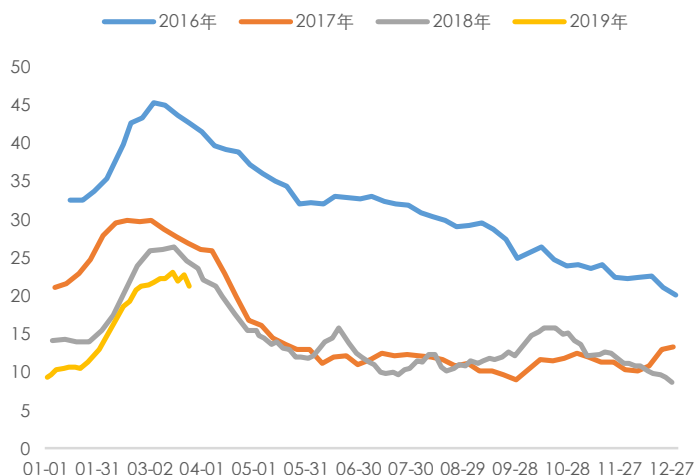
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 上期所库存 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: SMM 三地库存 (万吨)



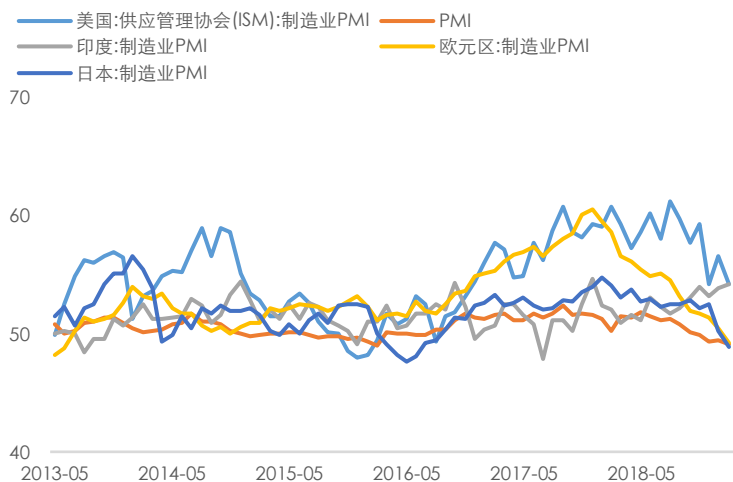
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面

3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

中国制造业 PMI 指数重回荣枯线上方, 3 月达 50.5, 制造业有所好转。目前欧元区及日本已经公布了 3 月 PMI 指数, 欧元区进一步下行至 47.6, 日本则与上个月持平。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 28: 主要锌消费国家 PMI 指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 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，春节假期影响，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，2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，目前已开始正常生产。国内已有两所冶炼厂进行检修，影响产量在4万吨左右。预计4月锌锭产量将有所恢复。

3. 受春节假期影响，初级消费开工率大幅下滑，终端需求表现分化。2019年2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。房地产投资增速有所回升，而基建及汽车固定资产投资均有所放缓。整体而言，19年终端需求方面，受棚改政策及政府投资支持，房地产及基建行业将有所回暖，而汽车将面临下行。

4. 锌库存处于近几年低位。LME库存持续下滑，降至6万吨以下，处11年以来低位。春节效应结束，下游恢复生产，国内库存小降。4月库存累积量需重点关注，若拐点出现，锌价将承压。

我们认为目前锌价仍处于高位，锌矿生产积极性不减，二季度锌矿将大幅度释放。而锌锭尽管受环保及搬迁等钳制，产量释放承压，但冶炼厂利润丰厚，且株冶产量已恢复正常，锌供给较为乐观。需求方面，房地产及基建行业将是未来需求的支撑，汽车需求面临下行。二季度，预计供需均有所好转，因此库存仍为关注重点。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，4月锌价不适宜立即看空，中长期来看，锌价或缓慢下行，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。