

兴证期货·研发中心

2019年5月6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4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. 冶炼瓶颈二季度有望突破。目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，3月锌锭产量同比有所回升。株冶及汉中预计在5月底能满产，届时市场上锌锭产量供给将增加4万吨，增幅较大。目前矿山处于盈亏平衡点，若加工费进一步上行，则会致使其亏损，预计加工费再涨的可能性较小。

3. 初级消费开工率表现各异，终端需求略有恢复。2019年3月，镀锌及氧化锌开工率均回到去年同期水平，镀锌开工率更居于高位，而压铸合金则表现较差。房地产、基建行业固定资产投资有所回升，但汽车行业呈负增长，需求较差。整体而言，二季度需求亮点在房地产及基建行业。

4. 锌库存处于近几年低位。LME库存4月累库量较大，目前已超过8万吨。国内锌锭库存难去库速度不及往年同期，但仍处于历史低位。五月若去库速度仍较为缓慢，则锌价将承压下行。

我们认为国内锌矿产量及锌锭产量在二季度将缓慢释放，逐步增加，届时供给端将有所放量。二季度需求有望与去年同期持平。目前，国内库存去库速度缓慢，LME库存大增，对锌价的支撑有所减少。综上，进入五月，锌价将面临下行风险，但目前库存仍处于低位，因此锌价下跌速度较缓，仅供参考。

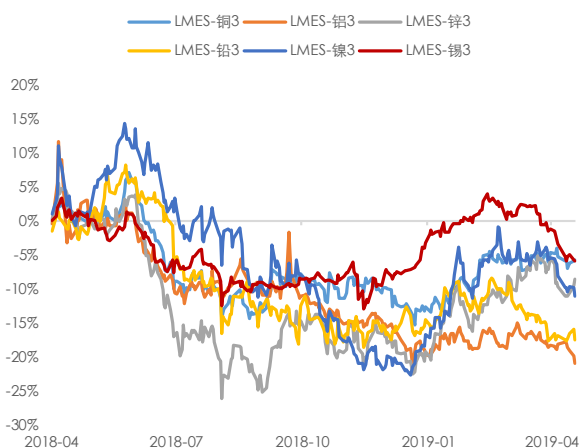
● 风险提示：

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

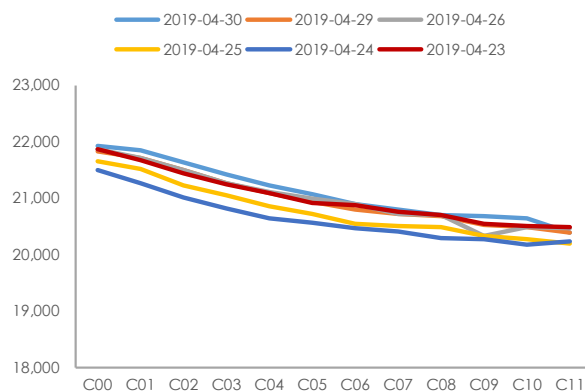
2019年4月，LME 锌震荡下行，跌幅达 3.02%，2019年1月至今，锌价强势上行，涨幅达 17.98%。4月，有色板块中，锌跌幅较小，仅次于铜。目前，沪锌仍维持 back 结构，但价差缩小，近期可密切关注沪锌期限结构。

图1:LME各品种2018年涨跌幅



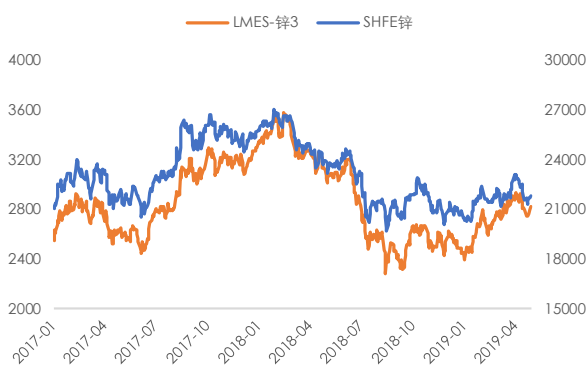
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2:沪锌期限结构(元/吨)



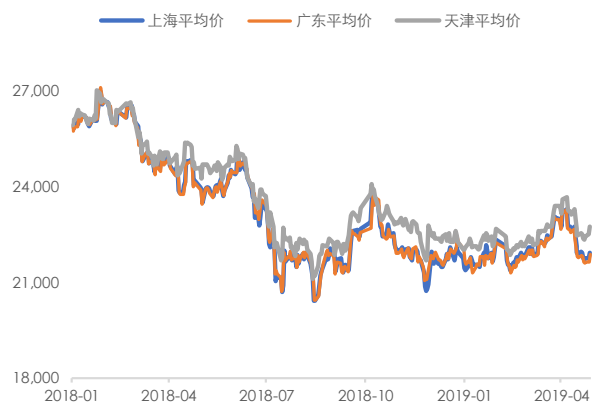
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 锌矿供给将在二季度进一步释放

据 ILZSG 统计，2019 年 2 月全球锌精矿产量达 101.77 万吨，同比增加 0.98%，环比下滑 0.55%。从季节性看，今年 1、2 月份产量几乎持平，锌矿供应较为乐观。从 1 月分地区产量看，亚洲地区环比下降较大，减少 14.16%，美洲环比减少 5.86%，澳洲增 2.1%，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第三季度的锌价上，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。

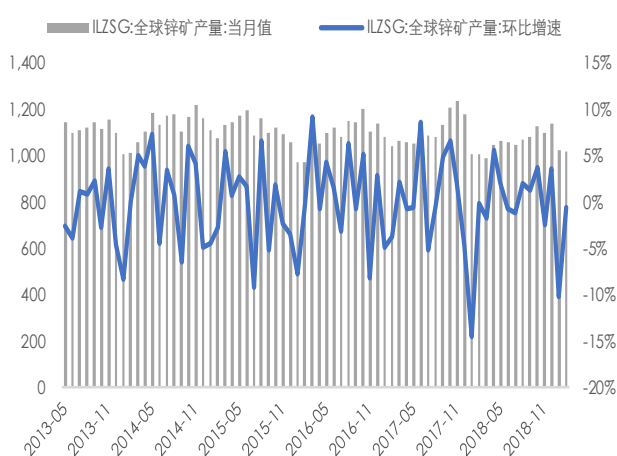
从已经公布一季度产量的矿企看，全球前 15 矿业集团锌精矿 2019 年 Q1 产量总计 118.06 万吨，同比增加 2.31%。对比 2018 年 Q1，产量有所下滑的企业占四成。Teck 在年初公布的产量计划表示其产量今年有所下降，尽管 Q1 产量下滑接近 7%，但一季度已完成全年计划的 30%。MMG 产量增长超 20%，增量主要来自于 Dugald River，尽管一季度 Queensland 发生洪水，使得 Dugald River 的生产一度中断，但其产量仍达预期，今年产量预计在 16.5-17.5 万吨。紫金矿业一季度产量增速较大，但根据其公布的季报，19Q1 毛利率不及去年同期，仅 57.82%，去年高达 72.44%。

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。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 及 Mount Isa。Teck 及 Lundin 一季度产量超计划，其余均在 20% 左右，预计二季度矿企产量将进一步释放。

2019Q1，从已经公布产量的矿山看，全球前十大矿山产量达 36.64 万吨，较去年同期增长 4.96%。嘉能可两座矿山增量较大，而 Teck 的矿山产量有所下滑，与公司公布的计划产量一致。

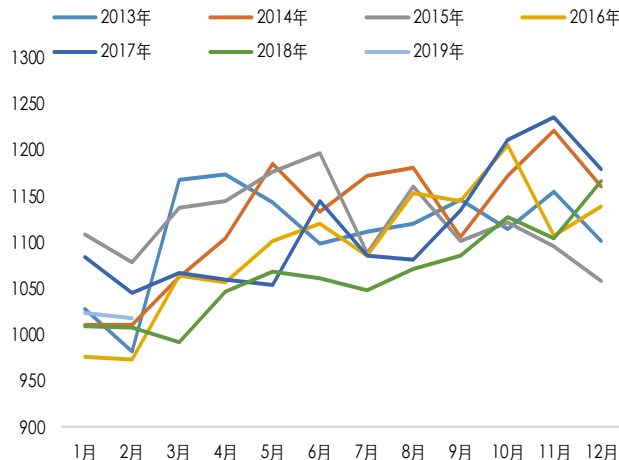
基于矿山及矿企的一季度锌矿产量情况，我们维持对于全球 2019 年锌矿增量的预测，预计增速在 5% 左右。

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 2.31%，Q1 实际增速 0.91%

序号	公司	2018(万吨)	2017(万吨)	2019Q1	2018Q1	2019Q1 同比	2019 计划产量	2019Q1 完成比例
1	Glencore	106.81	109.02	26.23	24.27	8.08%	119.5	22%
2	Hindustan Zinc	76.7	91.2	24.5	25.5	-3.92%	-	-
3	Teck	70.5	65.9	19.28	20.72	-6.95%	63.5	30%
4	Nexa Resources	37.3	37.5	8.97	8.72	2.87%	38.5	23%
5	Boliden	29.1	30.5	7.52	7.76	-3.09%	-	-
9	Industria Penoles	29	28.5	7.04	6.68	5.39%	-	-
6	MMG	22.3	8.72	5.72	4.73	20.93%	26	22%
7	Sumitomo	20.2	22.6	-	-	-	-	-
8	Minera Volcan	19.6	25.51	5.39	5.88	-8.33%	-	-
10	紫金矿业	18.4	27	9.37	7.44	25.94%	-	-
11	中金岭南	17.7	20	-	-	-	-	-
12	Nystar	15.9	12.3	-	-	-	-	-
13	Lundin	15.2	14.9	4.04	3.69	9.49%	15	27%
14	Trevali	14.7	17.9	-	-	-	17	-
15	Goldcorp	14.4	16.3	-	-	-	19	-
	合计	507.81	527.85	118.06	115.39	2.31%	298.5	-

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

表 2: 2019Q1 全球大型矿山产量增速达 4.96%

序号	矿山	公司	2018 产量	2017 产量	增速	2019Q1	2018Q1	增速
1	Red Dog	Teck	54.5	54.2	0.55%	11.02	12.15	-9.30%
2	Rampura Agucha	HZL	50	60.7	-17.63%	-	-	-
3	Antamina	Teck	39	37.2	4.84%	7.33	8.99	-18.46%
4	Mount Isa	Glencore	27.8	22.6	23.01%	8.18	5.01	63.27%
5	San Cristobal	Sumitomo	25	22.6	10.62%	-	-	-
6	McArthur River	Glencore	25.4	21	20.95%	6.91	6.01	14.98%
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%	3.2	2.75	16.36%
	合计		285.9	278	2.84%	36.64	34.91	4.96%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

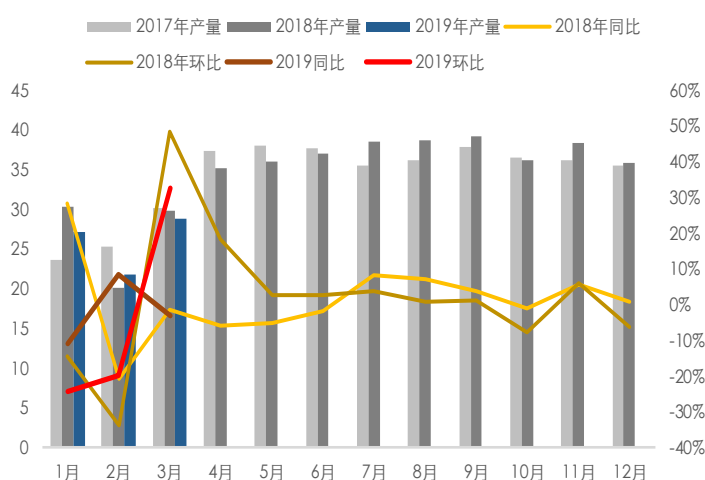
据 SMM 统计，2019 年 3 月，国内锌精矿产量达 28.84 万吨，同比下滑 3.19%，环比上涨 32.6%。3 月锌矿供应不及去年，或因 3 月内蒙古进行安全检查，对锌矿产量有所影响，且环比增速不及去年，去年环比增速高达 48%。

SMM 预计 4 月国内锌矿供给达 32.47 万吨，环比增加 12.59%。目前高位加工费及锌价的持续下挫，造成矿山接近盈亏平衡点，锌矿供给释放不及预期。但随着冶炼瓶颈突破，锌矿需求上行，产量将持续释放。

从进口量来看，3 月进口锌精矿为 20.23 万吨（实物吨），同比减少 10.21 万吨（实物吨）。从进口国别看，澳大利亚进口占总量的 33%，占比有所下滑，位居第一位，秘鲁进口占比 17%，位居第二位，俄罗斯进口占 10%。

国内锌精矿一季度供给受寒冬影响，开工率有所下滑。另一方面，安全检查、春节效应等影响，一季度产量释放不足，与我们此前的预判一致。而进口矿方面，或受到澳大利亚的洪水影响，也有所下滑，一季度整体矿供应不及预期。但根据已经公布的产量计划来看，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。预计五月份锌矿产量将开始释放，二季度产量增速有望达预期。

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

2019 年 1-2 月，全球锌锭产量达 212.07 万吨，同比下滑 3.54%。已经公布产量的全球前十大冶炼厂一季度产量达 72.61 万吨，同比减 2.29%。大型冶炼厂精锌产量下滑速度好于全球，主因中国锌产量下滑较大。

2019 年 3 月，国内精炼锌产量达 45.2 万吨，同比增加 1.37%，环比增 7.52%。加工费持续上行，冶炼厂利润丰厚，锌冶炼厂开工热情高企，3 月产量逐步增加。

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，目前冶炼厂一条生产线已达产，第二条生产线预计于五月底达产，届时供给将增加 2 万吨/月。

汉中锌业目前已找到处理锌渣的企业，第二条生产线已开始生产，第三条生产线预计五月重新开启，届时汉中的供给将增加 2 万吨/月左右。

2019 年 3 月，锌锭进口量 5.11 万吨，环比上升 151.16%，同比上升 46.75%。进口前 5 个国

家为哈萨克斯坦（42%）、澳大利亚（29%）、比利时（14%）、韩国（6%）及西班牙（5%）。目前锌进口盈亏仍处亏损状态，尽管锌进口量大幅增长，但大量精锌滞留于保税库，预计二季度精锌进口量增幅将下滑。

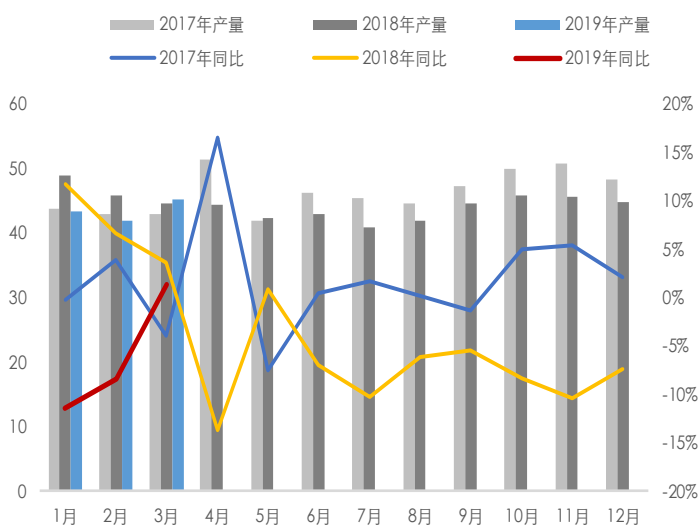
3月产量已经恢复，与我们之前的预测一致。一季度全球锌锭产量同比下滑，主要是去年同期锌锭产量处于高位。目前加工费处于高位，冶炼厂受高利润刺激，开工热情大涨。随着汉中及株冶的逐步满产，后续市场锌供给将逐步释放。目前矿山处于盈亏平衡点，若加工费进一步上行，则会致使其亏损，预计加工费再涨的可能性较小。

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)	2019Q1 (万吨)	2018Q1 (万吨)	2019Q1 增速
1	Korea Zinc Group	123.6	119.2			
2	Nystar	107.5	101.8			
3	Glencore	99	101.1	20.33	19	7.00%
4	Hindustan Zinc	78.2	80.1	17.5	20.6	-15.05%
5	Nexa Resources	60.2	58.3	15.2	14.84	2.43%
6	Boliden	50.2	45.7	12.18	11.97	1.75%
7	陕西有色	41	45.8			
8	河池南方	32	32			
9	Teck	30.7	31	7.4	7.9	-6.33%
10	Noranda Income Fund	27.3	20			
合计		649.7	635	72.61	74.31	-2.29%

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)

图 12: 国内锌锭进口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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

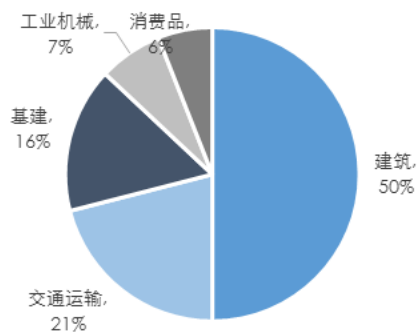
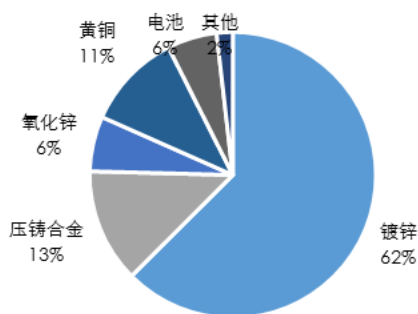
锌锭初级消费主要为镀锌、氧化锌及压铸合金，从终端行业看，建筑、交运及基建为锌的主要消费领域。

2018 年，锌锭开工率整体处于近几年低位。2019 年 3 月，锌锭开工率达 74.3%，较 2 月增加 5.2 个百分点。尽管 4 月锌价有小幅下跌，但加工费高位，冶炼厂利润仍较为丰厚，锌锭开工率上行。随着株冶及汉中的逐步复查，预计 4 月开工率将进一步上升，5 月的开工率将恢复高位，我们预测将高达 80%。

2019 年 3 月，镀锌合金开工率达 91.05%，环比增加 43 个百分点；氧化锌开工率达 53.6%，环比增加 14.6 个百分点；压铸合金开工率达 51.89%，环比增加 26.69 百分点。下游加工厂结束春节假期，恢复生产，开工率大幅增加。除了压铸合金开工率仍不及去年同期，镀锌开工率达往年高位，氧化锌与去年持平。预计二季度镀锌及氧化锌开工率与去年持平，压铸则较差。

图 13: 国内锌初级消费占比

图 14: 国内锌终端消费行业占比

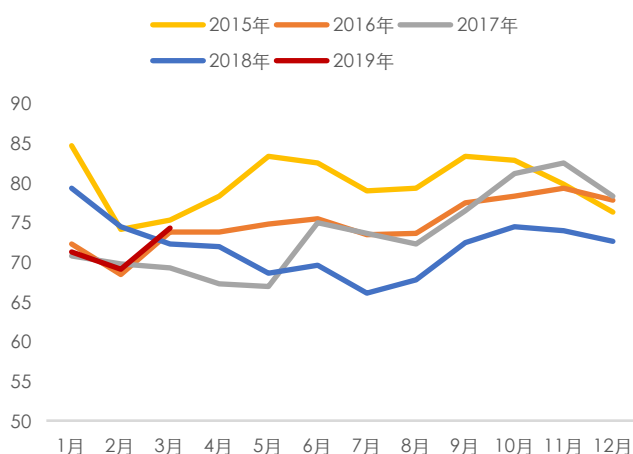


数据来源: 兴证期货研发部

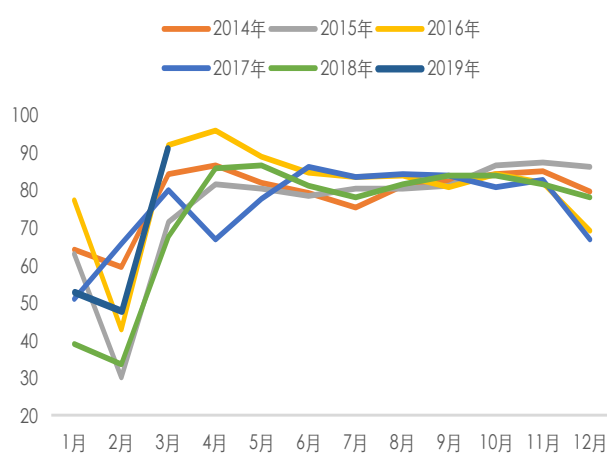
数据来源: 兴证期货研发部

图 15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)

图 16: 镀锌合金开工率 (%)



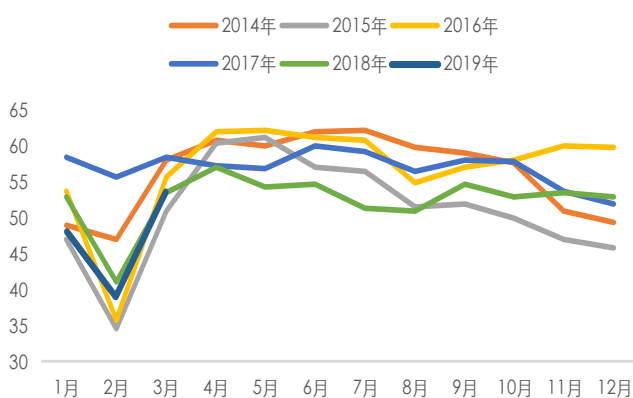
数据来源：SMM，兴证期货研发部



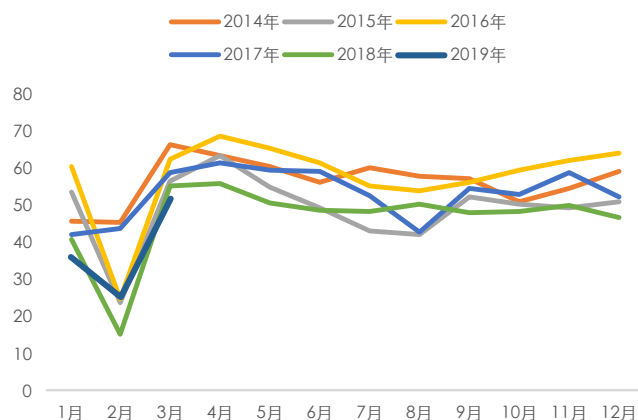
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 17: 氧化锌合金开工率 (%)

图 18: 压铸锌合金开工率 (%)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

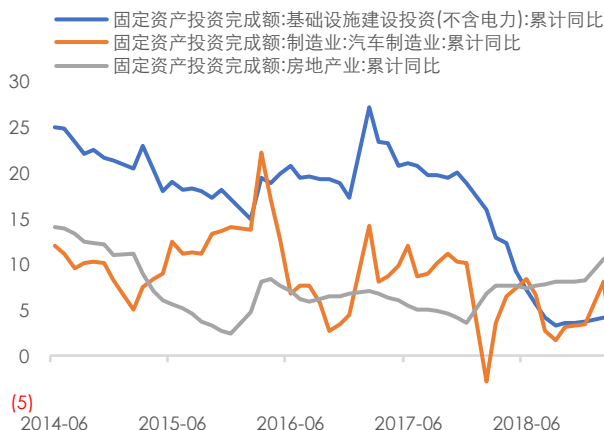


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.4 终端行业需求疲弱，未来增幅较悲观

2019年3月，房地产固定资产投资累计同比达11.4%，增0.8个百分点；汽车行业固定资产投资累计同比为-1%，汽车投资呈负增长；基建行业固定资产投资累计同比达4.4%，与2月几乎持平。整体而言，2019年一季度，基建及房地产投资回暖，而汽车则开始呈负增长。进一步验证，今年宏观经济增长的亮点在基建及房地产行业，而汽车行业投资则下滑。

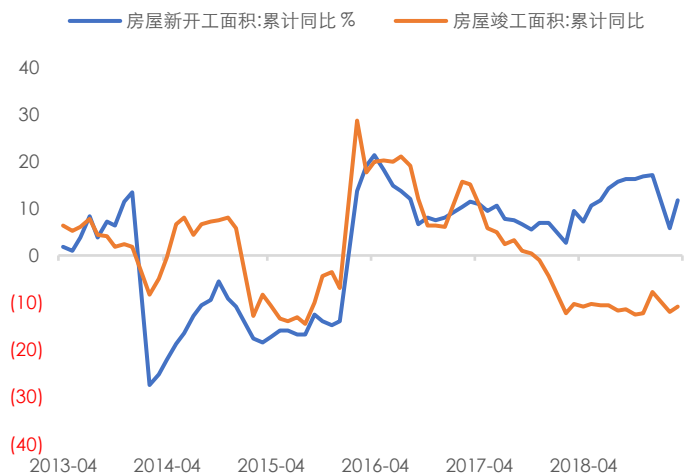
图 19: 终端行业固定资产投资情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

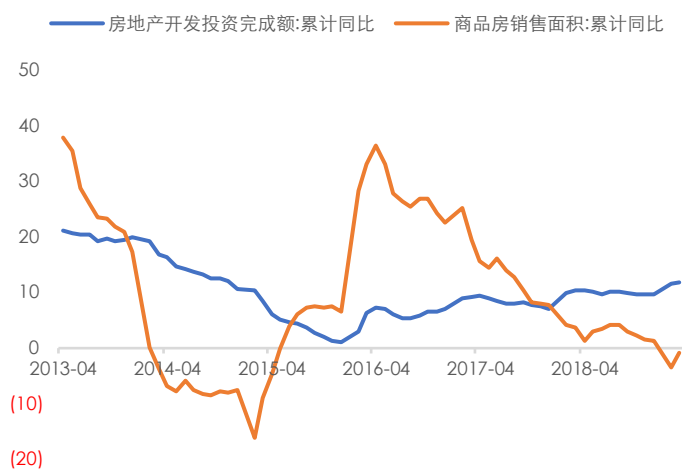
2019 年 3 月, 房屋新开工面积累计同比达 11.9%, 房屋竣工面积累计同比达-10.8%。房屋新开工面积及竣工面积累计同比均有所恢复。商品房销售面积累计同比为-0.9%, 较 2 月增 2.7 个百分点。锌一般用于房地产中后期, 竣工面积及销售面积同比的恢复, 会带动锌消费, 但目前仍处于负增长, 恐需求不及去年。

图 20: 中国房地产建设情况 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

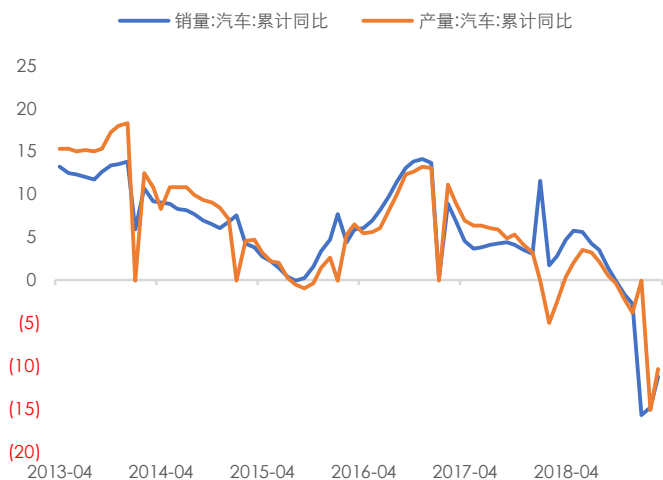
图 21: 房地产开发投资及销售面积情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

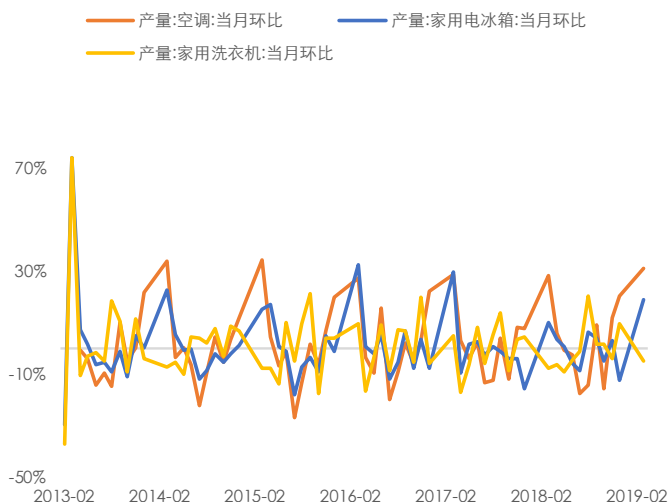
2019 年 3 月, 汽车销量累计同比为-11.32%, 相较 2 月增加 3.6 个百分点, 产量累计同比为-10.4%, 增 5 个百分点, 尽管产销同比较 2 月有所恢复, 但仍位于五年低位。空调环比增 31.38%, 进一步增长, 洗衣机环比减 5.06%, 冰箱环比增 18.89%。家电行业表现不一, 房地产行业需求恢复, 或带动家电行业的需求增长。

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

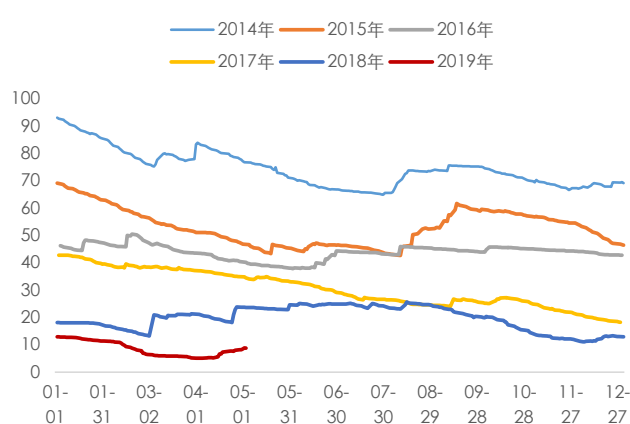
2019年5月1日, LME库存较4月1日增长3万吨, 达8.13万吨, LME累库速度较快。上期所库存较月初减少2.93万吨, SMM三地社会库存较月初减少4.19万吨。国内库存去库速度不及往年同期。但目前LME及SMM库存均处于近几年低位, 低库存是目前支撑锌价的主要原因。但若五月去库速度仍较为缓慢, 则锌价承压下行。

图24:LME锌库存及注销仓单情况 (吨)



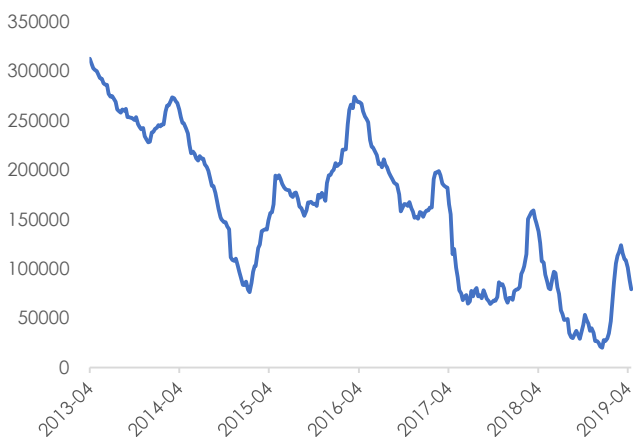
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25:LME库存情况 (吨)



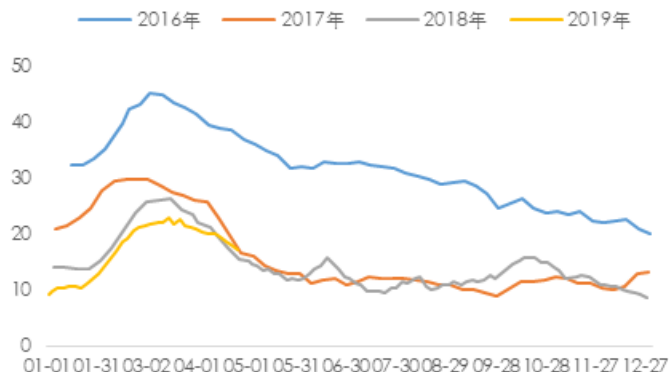
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



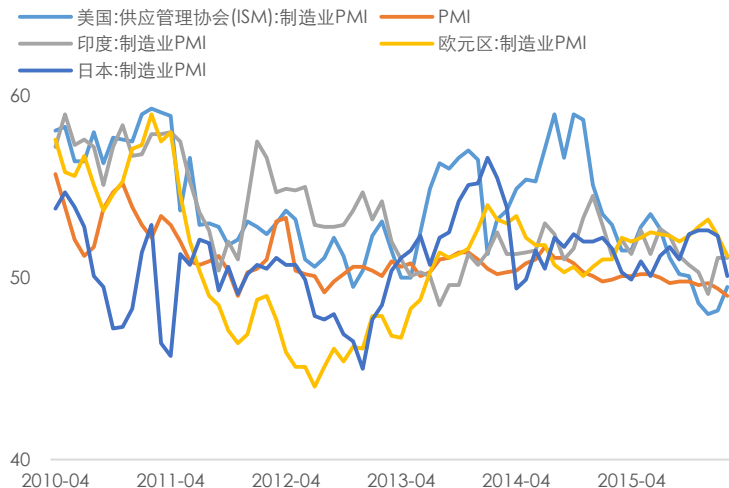
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面

3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

中国制造业 PMI 重回荣枯线, 4 月达 50.1, 经济有所回暖。美国 4 月 PMI 达 52.8, 经济表现强势恢复, 但欧洲及日本仍面临下行风险。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。一季度国内锌矿产量不及预期，预计二季度锌矿产量将逐步释放，增速有望达 5%。

2. 冶炼瓶颈二季度有望突破。目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，3 月锌锭产量同比有所回升。株冶及汉中预计在 5 月底能满产，届时市场上锌锭产量供给将增加 4 万吨，增幅较大。目前矿山处于盈亏平衡点，若加工费进一步上行，则会致使其亏损，预计加工费再涨的可能性较小。

3. 初级消费开工率表现各异，终端需求略有恢复。2019 年 3 月，镀锌及氧化锌开工率均回到去年同期水平，镀锌开工率更居于高位，而压铸合金则表现较差。房地产、基建行业固定资产投资有所回升，但汽车行业呈负增长，需求较差。整体而言，二季度需求亮点在房地产及基建行业。

4. 锌库存处于近几年低位。LME 库存 4 月累库量较大，目前已超过 8 万吨。国内锌锭库存难去库速度不及往年同期，但仍处于历史低位。五月若去库速度仍较为缓慢，则锌价将承压下行。

我们认为国内锌矿产量及锌锭产量在二季度将缓慢释放，逐步增加，届时供给端将有所放量。二季度需求有望与去年同期持平。目前，国内库存去库速度缓慢，LME 库存大增，对锌价的支撑有所减少。综上，进入五月，锌价将面临下行风险，但目前库存仍处于低位，因此锌价下跌速度较缓，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。