

兴证期货·研发中心

2019年8月5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

联系人

胡悦

021-20370943

huyue@xzfutures.com

## 内容提要

### ● 行情回顾

2019年7月，锌价持续下跌，跌幅2.66%。2019年7月，有色板块中，锌价下跌幅度排第二。

### ● 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。二季度前六大矿企锌精矿产量增速达2.71%，完成度不大50%，预计8月锌矿产量进一步增加，中国锌矿供应宽松。

**2. 冶炼瓶颈三季度产量将居于高位。**目前加工费处于历史高位，冶炼厂利润大增，国内6月锌锭产量逐步释放。株冶已接近满产，汉中仍有一条生产线尚未复产。预计8月锌锭产量将维持高位。目前加工费已处于历史以来高位，锌矿供给释放不及年初预期，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6月，镀锌、压铸合金及氧化锌开工率已下滑至历年低位，初级消费整体变现疲软。房地产、基建行业固定资产投资有所回升，汽车行业今年首次呈现正增长，终端需求表现平稳。整体而言，三季度为锌需求的淡季，需求大幅增长可能性较低。

**4. 锌库存处于近几年低位。**LME库存7月库存变动不大，小幅下滑，跌破8万吨。国内锌锭库存去库速度不及往年同期，位于近三年高位水平。8月库存有望逐步增加，届时锌价持续下行。



CHINA INDUSTRIAL SECURITIES FUTURES CO.,LTD.

我们认为国内锌矿产量及锌锭产量均确认供给宽松。三季度为需求淡季，需求量恐小幅回落。目前，国内库存去库速度缓慢，LME 库存变动较小。综上，锌价将维持震荡下行走势，仅供参考。

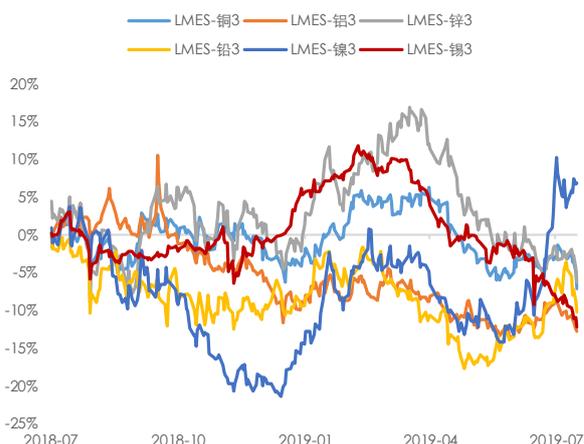
## ● 风险提示：

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

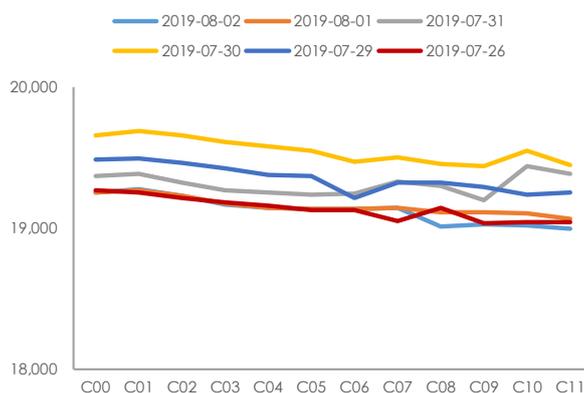
2019年7月，LME 锌震荡下行，跌幅达 2.66%，2019年1月至今，锌价强势上行随后开启下跌走势，较年初跌幅高达 19.35%。7月，有色板块中，锌跌幅排第二。目前，沪锌仍维持 back 结构，但价差大幅缩小，且有转 contango 的迹象，8月应重点关注价差走势。

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5月全球锌精矿产量达 112.08 万吨，同比增加 4.94%，环比下滑

1.16%。从季节性看，5月产量有所下滑，但仍处于近三年高位，锌矿供应较为乐观。从4月地区产量看，亚洲产量涨幅较大，达5.67%，仅欧洲地区产量下滑，大洋洲产量持平。

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。

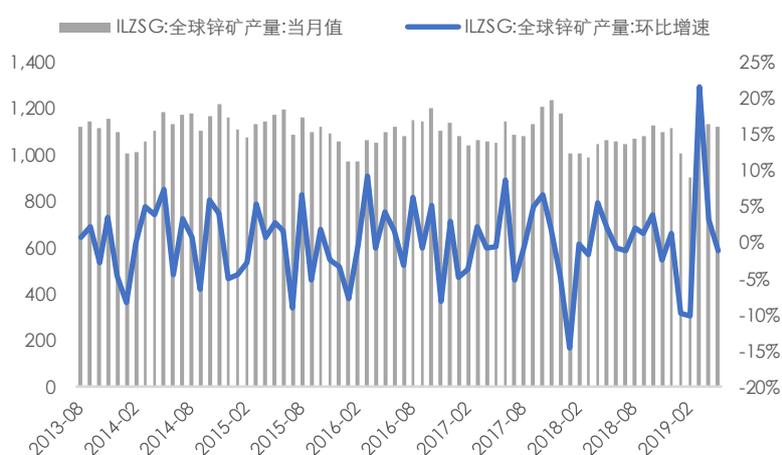
从已经公布一季度的矿企看，全球前15矿业集团锌精矿2019年Q1产量总计127.82万吨，同比增加2.52%。已有6家企业公布了上半年的产量，共计140.95万吨，同比增2.71%。Teck在年初公布的产量计划表示其产量今年有所下降，尽管Q1产量下滑接近7%，但一季度已完成全年计划的30%。MMG产量增长超20%，增量主要来自于Dugald River，尽管一季度Queensland发生洪水，使得Dugald River的生产一度中断，但其产量仍达预期，今年产量预计在16.5-17.5万吨。紫金矿业一季度产量增速较大，但根据其公布的季报，19Q1毛利率不及去年同期，仅57.82%，去年高达72.44%。

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40%左右，预计三季度矿企产量将进一步释放。

2019Q2，从已经公布产量的矿山看，全球前十大矿山产量达44.35万吨，较去年同期下滑5.44%，环比增11.07%。

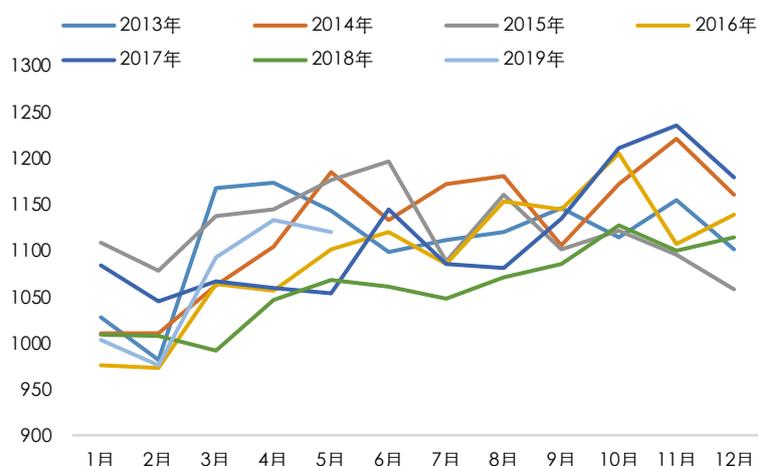
基于矿山及矿企的一季度锌矿产量情况，我们维持对于全球2019年锌矿增量的预测，预计增速在5%左右。

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: 2019H1 增速达 2.71%

序号	公司	2019Q1	2018Q1	2019H1	2018H1	2019Q1 同比	2019 计划产量	2019H1 完成比例
1	Glencore	26.23	24.27	53.59	49.82	7.57%	119.5	45%
2	Hindustan Zinc	24.5	25.5	-	-	-	-	-
3	Teck	19.28	20.72	35.92	36.66	-2.02%	63.5	57%
4	Nexa Resources	8.97	8.72	18.13	17.97	0.89%	38.5	47%
5	Boliden	7.52	7.76	14.13	14.83	-4.72%	-	-
9	Industria Penoles	7.04	6.68	-	-	-	-	-
6	MMG	5.72	4.73	11.42	10.54	8.35%	26	44%
7	Sumitomo	5.2	4.8	-	-	-	-	-
8	Minera Volcan	5.39	5.88	-	-	-	-	-
10	紫金矿业	9.37	7.44	-	-	-	-	-
11	中金岭南	-	-	-	-	-	-	-
12	Nystar	-	-	-	-	-	-	-
13	Lundin	4.04	3.69	7.76	7.41	4.72%	15	52%
14	Trevali	4.56	4.48	-	-	-	17	-
15	Goldcorp	-	-	-	-	-	19	-
	<b>合计</b>	<b>127.82</b>	<b>124.67</b>	<b>140.95</b>	<b>137.23</b>	<b>2.71%</b>	<b>335.5</b>	<b>-</b>

数据来源: 公司公告、兴证期货研发部

表 2: 2019Q2 全球大型矿山产量增速下滑 (万吨)

序号	矿山	公司	2019Q1	2018Q1	2019Q2	2018Q2	2019Q2 增速
1	Red Dog	Teck	11.02	12.15	15.8	15.36	2.86%
2	Rampura Agucha	HZL	-	-	-	-	-
3	Antamina	Teck	7.33	8.99	7.91	12.65	-37.47%
4	Mount Isa	Glencore	8.18	5.01	8.07	5.21	54.89%
5	San Cristobal	Sumitomo	-	-	-	-	-
6	McArthur River	Glencore	6.91	6.01	7	6.91	1.3%
7	Sindesar Khurd	HZL	-	-	-	-	-
8	Penasquito	Goldcorp	-	-	-	-	-
9	Tara	Boliden	3.29	-	2.48	3.65	-32.05%
10	Cerro Lindo	Nexa Resources	3.2	2.75	3.09	3.12	-0.96%
	<b>合计</b>		<b>39.93</b>	<b>34.91</b>	<b>44.35</b>	<b>46.9</b>	<b>-5.44%</b>

数据来源: 公司公告、兴证期货研发部

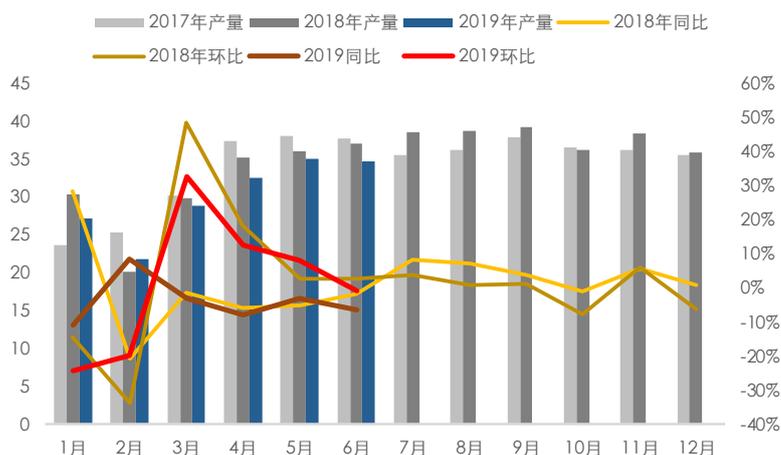
据 SMM 统计, 2019 年 6 月, 国内锌精矿产量达 34.72 万吨, 同比下滑 6.36%, 环比下滑 1%。6 月锌矿供应仍不及去年, 或因环保问题导致部分矿山产量受限, 矿山复产需一段时间, 因此产量恢复有限。但目前锌矿供给仍较为宽松。

SMM 预计 7 月国内锌矿供给达 34.81 万吨，与 6 月持平。目前高位加工费及锌价的持续下挫，矿山利润有所影响，但仍处于高位，预计未来产量将维持目前水平。

从进口量来看，5 月进口锌精矿为 26.45 万吨（实物吨），累计同比下滑 6.23%。从连云港调研结果看，上半年锌精矿进口量较去年有所下滑，主因年初囤货较充足。目前国内锌矿供应宽松，依赖进口较少。连云港锌矿目前在 16 万吨左右，处于历年中等水平。

国内锌精矿上半年产量有所下滑。受安全检查、春节效应等影响，一季度产量释放不足，但二季度锌精矿产量增幅较大。而进口矿方面，或受到澳大利亚的洪水影响，也有所下滑，上半年进口量有所下滑。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。预计八月锌精矿产量将居于年内高位。

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 冶炼厂利润丰厚，锌锭供给逐步释放

2019 年一季度，全球锌锭产量达 316.41 万吨，同比下滑 2%。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 6 月，国内精炼锌产量达 49.62 万吨，同比增加 15.37%，环比增 3.33%。加工费持续上行，冶炼厂利润丰厚，锌冶炼厂开工热情高企，6 月产量增幅大。

目前株冶基本已经达产，开工率超 80%。汉中方面，两条生产线已满产，开工率达 2/3，仅有一条生产线仍未开工。海外方面，Young Poong 被韩国环境部起诉，旗下拥有韩国锌业和 Young Poong Corporation 两家子公司，锌产量超 100 万吨每年。五月底白银有色冶炼厂发生二氧化硫逸出事件，现已停产整顿，该厂产能在 10 万吨，对供给有所影响。

2019 年 6 月，锌锭进口量 5.68 万吨，环比下降 4.68%，同比上升 56.76%。目前锌进口亏损收窄，尽管锌进口量大幅增长，但大量精锌滞留于保税库，预计 8 月精锌进口量持平。

6 月产量进一步增长，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。随着冶

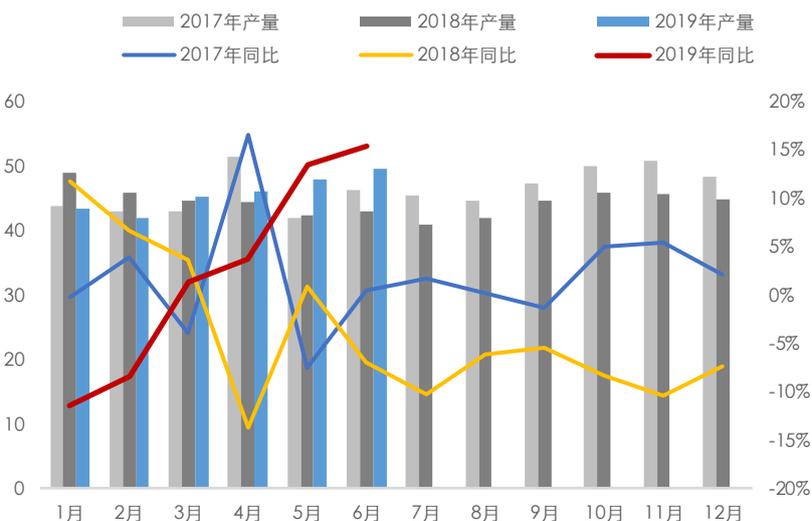
炼厂逐步满产，后续市场锌供给将逐步释放。目前精矿产量不及预期，预计加工费再涨的可能性较小。

**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			
<b>合计</b>		<b>649.7</b>	<b>635</b>	<b>72.61</b>	<b>74.31</b>	<b>-2.29%</b>

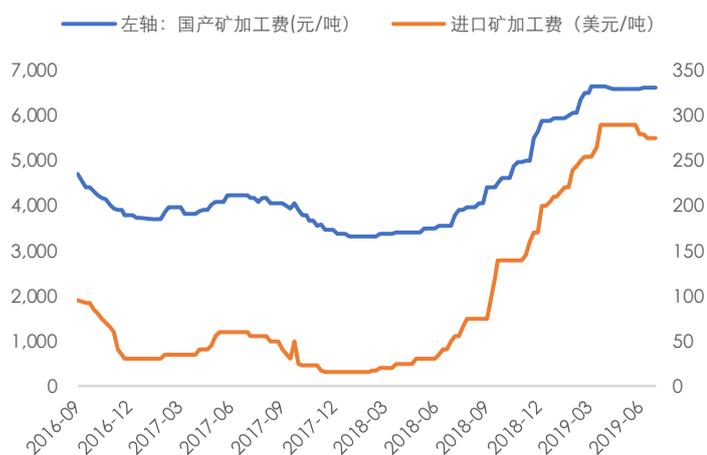
数据来源：公司公告、Woodmac、兴证期货研发部

**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: 国内精炼进口盈亏 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 12: 国内精炼进口量 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

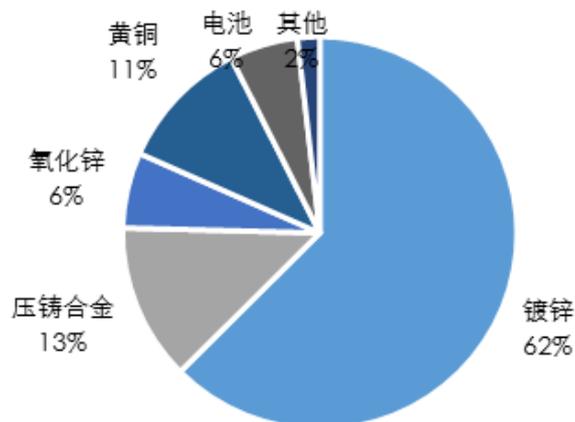
### 2.3 锌及下游消费开工率大幅下滑

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 6 月, 锌锭开工率达 81.57%, 较 5 月增加 2.63 个百分点。尽管 6 月锌价有大幅下跌, 但加工费高位, 冶炼厂利润仍较为丰厚, 锌锭开工率上行。目前冶炼厂开工率已处于高位, 预计 8 月开工率将维持。

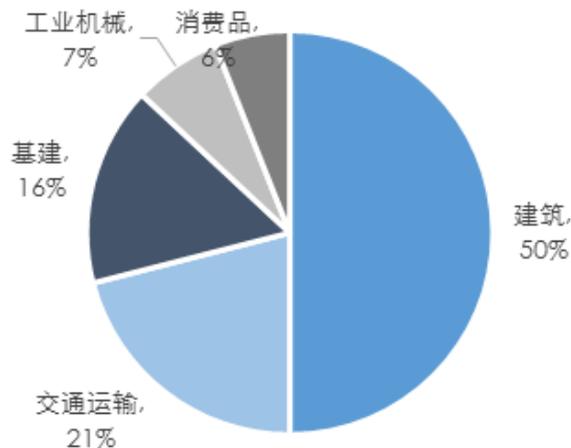
2019 年 6 月, 镀锌合金开工率达 76.4%, 环比下滑 4.73 个百分点; 氧化锌开工率达 49.98%, 环比减少 4.92 个百分点; 压铸锌合金开工率达 46.32%, 环比增加 0.82 百分点。镀锌板、压铸合金及氧化锌开工率均处于历史低位, 环比数据来看, 氧化锌下滑较小, 镀锌板开工率下滑较大。7、8 月为锌消费淡季, 因此预计 8 月开工率难有大幅度的提升, 消费较为疲软。

图 13: 国内精炼初级消费占比



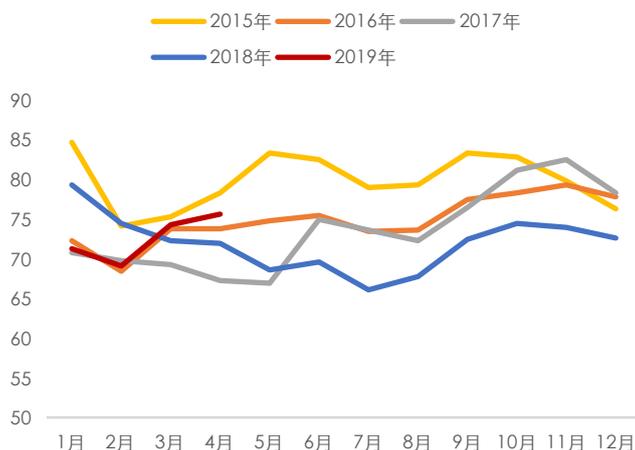
数据来源: 兴证期货研发部

图 14: 国内精炼终端消费行业占比



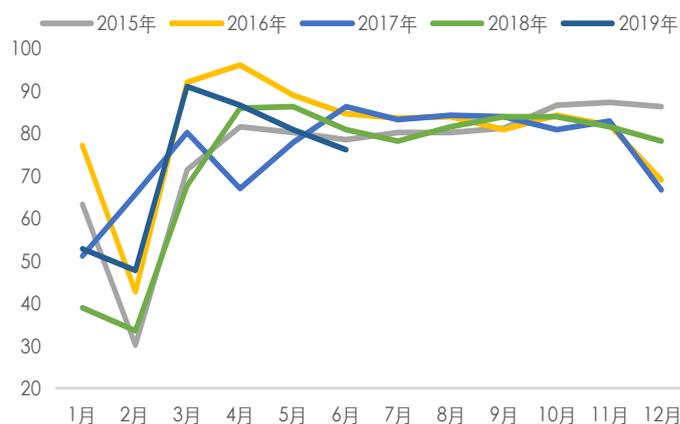
数据来源: 兴证期货研发部

图 15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)



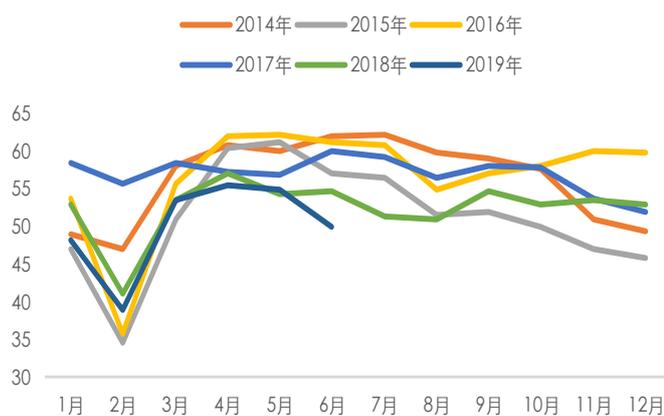
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 镀锌锌合金开工率 (%)



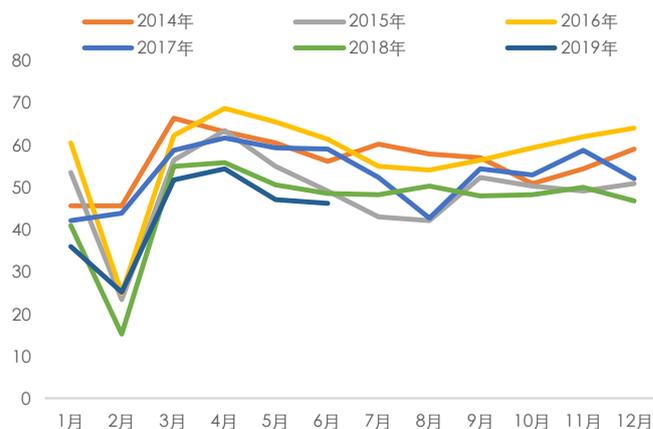
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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 (%)

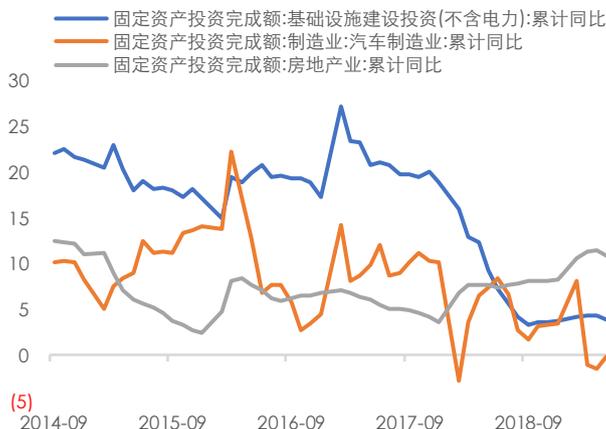


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 2.4 终端行业需求疲弱，未来增幅较悲观

2019年6月，房地产固定资产投资累计同比达11%，增0.1个百分点；汽车行业固定资产投资累计同比为0.2%，汽车投资首次出现正增长；基建行业固定资产投资累计同比达4.1%，环比增0.1个百分点。整体而言，2019年6月固定增产投资有所回暖，尤其是汽车行业，首次出现正增长，带动了氧化锌的开工率。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，而汽车行业投资较弱。预计8月固定资产投资难有较大增长。

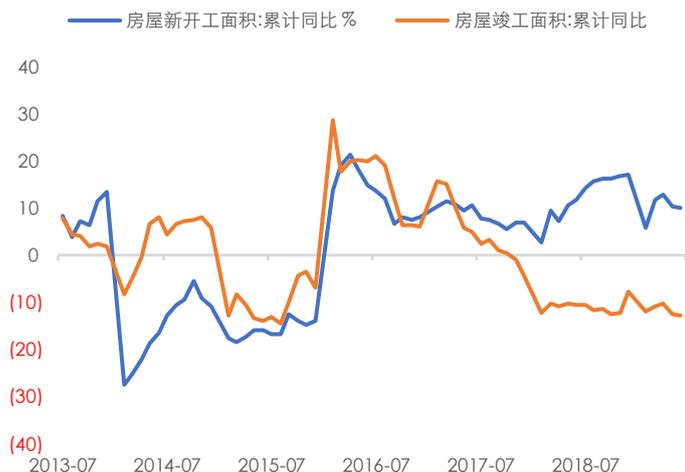
图 19: 终端行业固定资产投资情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年 6 月, 房屋新开工面积累计同比达 10.1%, 房屋竣工面积累计同比达-12.7%。房屋新开工面积及竣工面积累计同比持平。房地产开发投资完成额累积同比达 10.9%, 较 5 月下滑 0.3 个百分点, 商品房销售面积累计同比为-1.8%, 减少 0.2 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下滑, 进一步印证了镀锌及压铸合金开工率的下滑。

图 20: 中国房地产建设情况 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

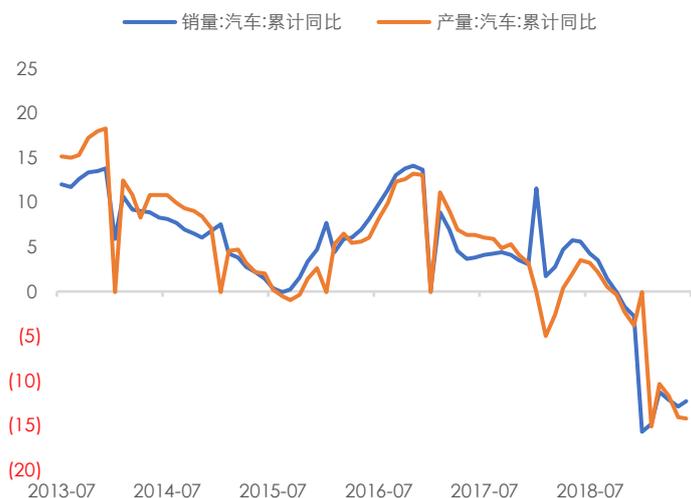
图 21: 房地产开发投资及销售面积情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

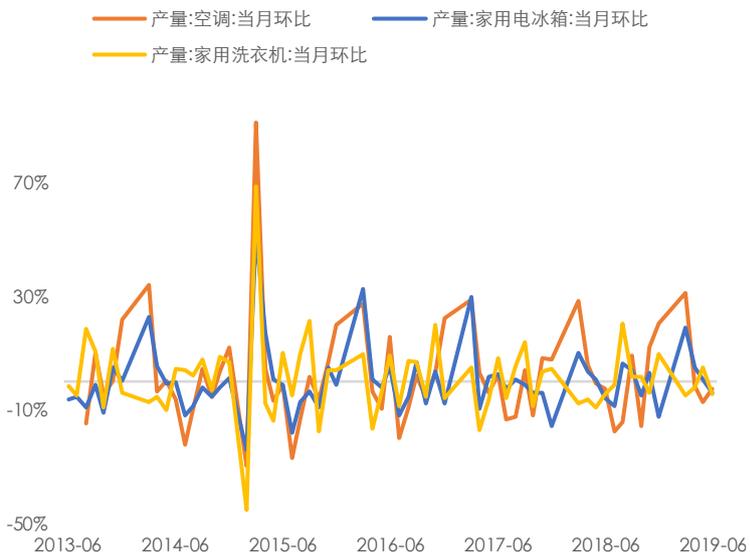
2019 年 6 月, 汽车销量累计同比为-9.55%, 上涨 6.85 个百分点, 产量累计同比为-14.2%, 减 0.1 个百分点。空调环比-2.65%, 大幅下滑, 洗衣机环比减 4.47%, 冰箱环比减少 4.08%。家电行业 6 月环比均大幅下行, 需求转弱。

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

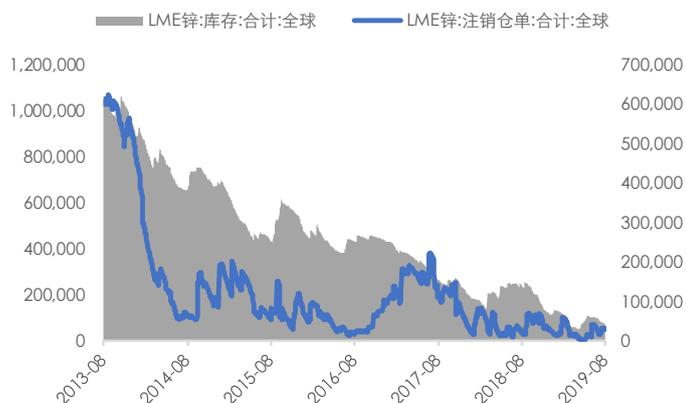


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 全球锌库存均处于历史低位

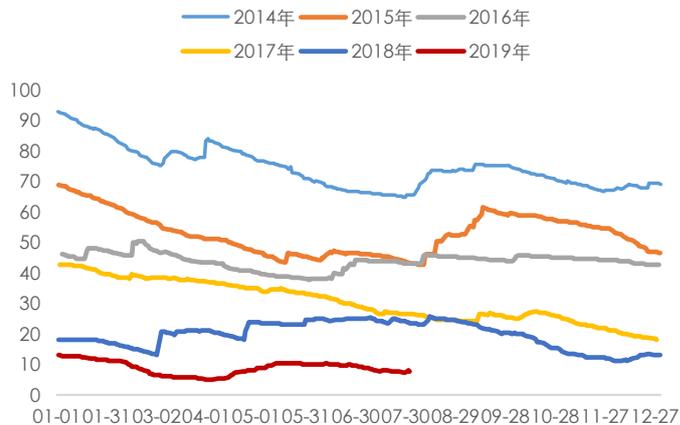
2019年7月31日, LME库存较7月1日减1.71万吨, 达7.8万吨, LME库存小幅下滑。上期所库存较月初减少0.53万吨, SMM三地社会库存较月初减少1.12万吨。国内库存去库速度不及往年同期。目前LME库存均处于近几年低位, 但SMM库存较往年处于高位, 锌价承压下行。

图24:LME锌库存及注销仓单情况 (吨)



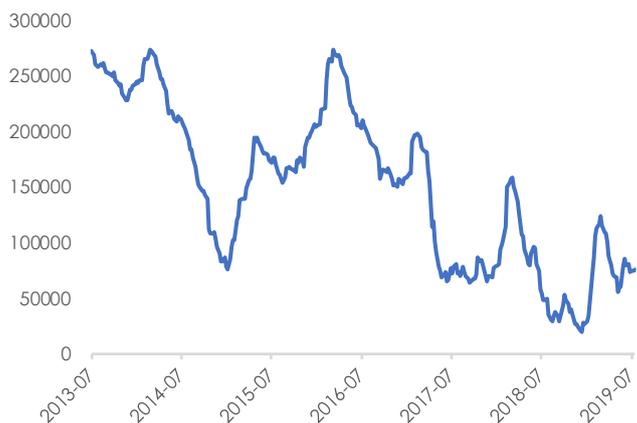
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25:LME库存情况 (吨)



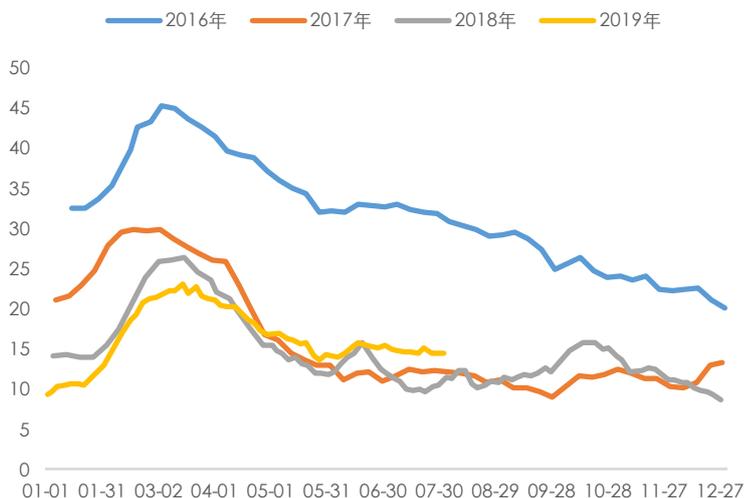
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



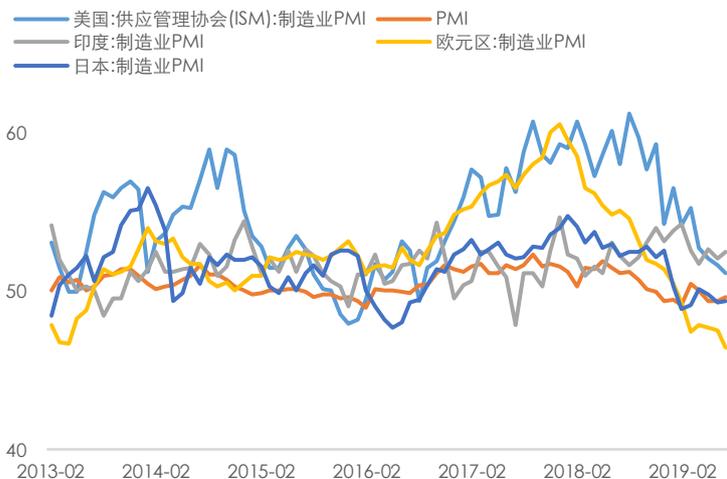
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3. 宏观面

#### 3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

中国制造业 PMI 跌破荣枯线, 7 月达 49.7。美国 7 月 PMI 达 51.2, 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, 目前美元走势与锌价再次呈现负相关。

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 29: 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。二季度前六大矿企锌精矿产量增速达 2.71%，完成度不大 50%，预计 8 月锌矿产量进一步增加，中国锌矿供应宽松。

2. 冶炼瓶颈三季度产量将居于高位。目前加工费处于历史高位，冶炼厂利润大增，国内 6 月锌锭产量逐步释放。株冶已接近满产，汉中仍有一条生产线尚未复产。预计 8 月锌锭产量将维持高位。目前加工费已处于历史以来高位，锌矿供给释放不及年初预期，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 6 月，镀锌、压铸合金及氧化锌开工率已下滑至历年低位，初级消费整体变现疲软。房地产、基建行业固定资产投资有所回升，汽车行业今年首次呈现正增长，终端需求表现平稳。整体而言，三季度为锌需求的淡季，需求大幅增长可能性较低。

4. 锌库存处于近几年低位。LME 库存 7 月库存变动不大，小幅下滑，跌破 8 万吨。国内锌锭库存去库速度不及往年同期，位于近三年高位水平。8 月库存有望逐步增加，届时锌价持续下行。

我们认为国内锌矿产量及锌锭产量均确认供给宽松。三季度为需求淡季，需求量恐小幅回落。目前，国内库存去库速度缓慢，LME 库存变动较小。综上，锌价将维持震荡下行走势，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。