

# 锌供应维持高位，需求疲弱，锌价缓慢下行

兴证期货·研发中心

2019年9月2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8月，锌价大幅下行，下跌8.96%。2019年8月，有色板块中，锌价下跌幅度最大。

### ● 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4%左右，中国全年锌矿供给增量在15万吨左右。**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。随着锌价逐步下跌，目前国内矿山接近盈亏平衡点，后续锌矿产量预计增幅有限，但整体供给仍较为宽松。

**2. 冶炼瓶颈突破，三季度产量将维持高位。**目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，受检修影响，7月锌锭产量环比小幅下滑，但同比大增。冶炼厂均逐步复产，预计在三季度供给仍处于全年高位。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，终端需求仍较为疲软。**2019年7月，压铸合金及镀锌开工率小幅回升，但氧化锌开工率处于往年最低位。受国庆节影响，今年环保限产力度较大，预计北京周边地区下游开工率受到影响，9月整体需求面临下滑。汽车行业固定资产投资有回暖，但房地产、基建行业有所回落。整体而言，三季度需求仍疲软，9月需求或低于往年同期。

**4. 锌库存处于近几年低位。**LME8月库存逐渐下行，目前已跌破7万吨。国内锌锭库存仍未累库，但已高于往

年同期水平。库存累积有限或因大量冶炼厂生产锌合金取代锌锭，锌合金并不进入仓库，导致表观库存量增幅有限。

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。

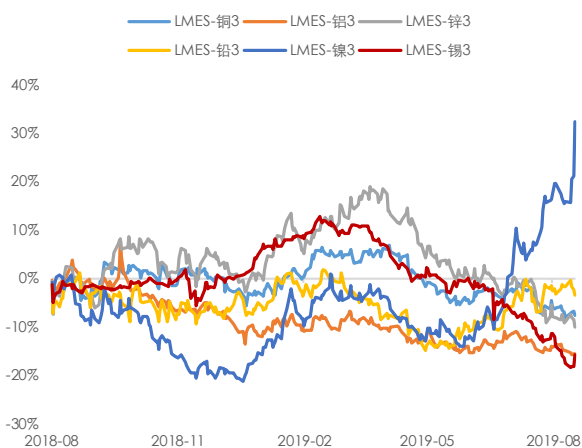
## ● 风险提示：

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 基建发力，下游需求大增；
3. 锌锭去库超预期。

## 1. 行情回顾

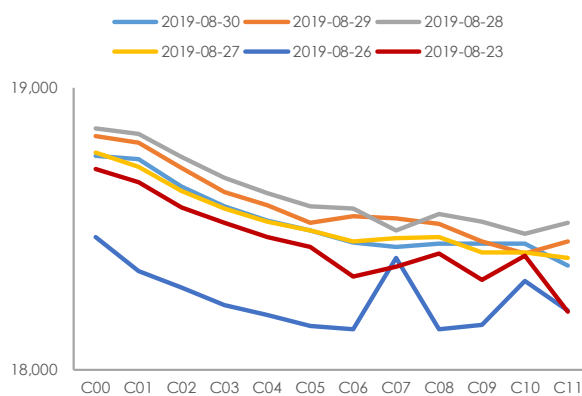
2019年8月，LME 锌震荡下行，跌幅达 8.96%，2019年1月至今，锌价强势上行随后开启下跌走势。8月，有色板块中，锌跌幅最大。目前，沪锌已有转 contango 的趋势，9月应重点关注价差走势。

图1:LME各品种2019年涨跌幅



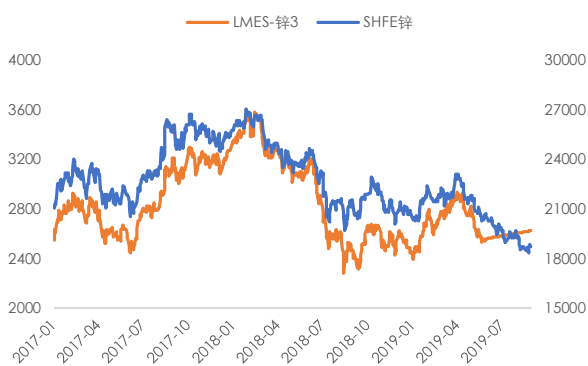
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2:沪锌期限结构(元/吨)



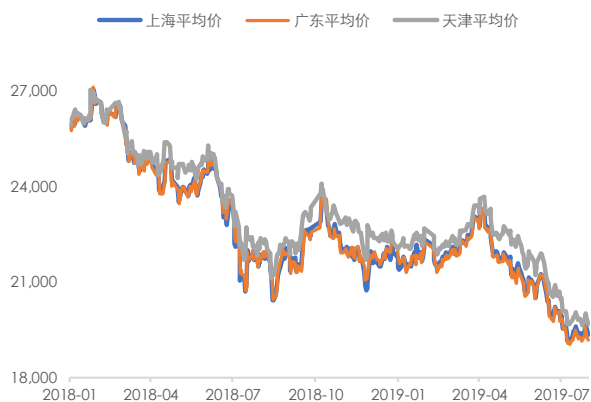
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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6月全球锌精矿产量达 110.92 万吨，同比增加 4.53%，环比增加

0.28%。从季节性看，6月产量小幅增长，但仅高于去年同期。从5月地区产量看，欧洲产量大幅下滑，达13.36%，非洲小幅增长，其余各洲产量持平。

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。

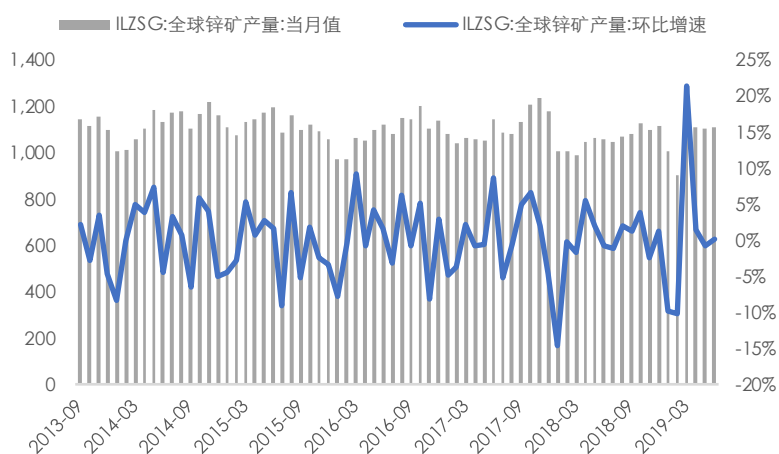
全球已公布的12家矿业集团锌精矿2019年上半年产量总计239.44万吨，同比增加3.37%。Teck在年初公布的产量计划表示其产量今年有所下降，尽管Q1产量下滑接近7%，但一季度已完成全年计划的30%。MMG产量增长超20%，增量主要来自于Dugald River，尽管一季度Queensland发生洪水，使得Dugald River的生产一度中断，但其产量仍达预期，今年产量预计在16.5-17.5万吨。紫金矿业上半年产量增速较大，主要是由于新并购Bisha项目带来的增量，但上半年毛利率下滑较大，为48.75%，去年同期为68.6%。

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/磅，而2018年则仅有0.31美元/磅，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。嘉能可、Nexa及MMG上半年产量不达50%，预计下半年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%。

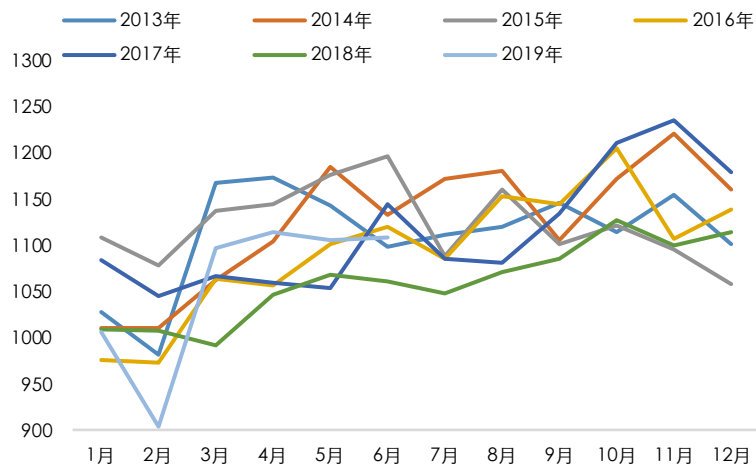
基于矿山及矿企的上半年锌矿产量情况，我们下调对于全球2019年锌矿增量的预测，预计增速在4%左右。

图 5：全球锌精矿产量及环比增速（千吨）



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 3.37%

序号	公司	2019H1	2019Q2	2018H1	2019H1 同比	2019 计划产量	2019H1 完成比例
1	Glencore	53.59	27.36	49.82	7.57%	119.5	45%
2	Hindustan Zinc	45.8	21.3	46.7	-1.93%	-	-
3	Teck	35.92	22.42	36.66	-2.02%	63.5	57%
4	Nexa Resources	18.13	9.16	17.97	0.89%	38.5	47%
5	Boliden	14.13	6.61	14.83	-4.72%	-	-
9	Industria Penoles	13.99	6.95	13.79	1.45%	-	-
6	MMG	11.42	5.7	10.54	8.35%	26	44%
7	Sumitomo	10.7	5.5	9.9	8.08%	20.4	52%
8	Minera Volcan	-	-	-	-	-	-
10	紫金矿业	18.67	9.3	14.83	25.89%	-	-
11	中金岭南	-	-	-	-	-	-
12	Nystar	-	-	-	-	-	-
13	Lundin	7.76	3.72	7.41	4.72%	15	52%
14	Trevali	9.33	4.77	9.19	1.52%	17	55%
15	Goldcorp	-	-	-	-	19	-
	合计	239.44	122.79	231.64	3.37%	335.5	-

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%
	合计		39.93	34.91	44.35	46.9	-5.44%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

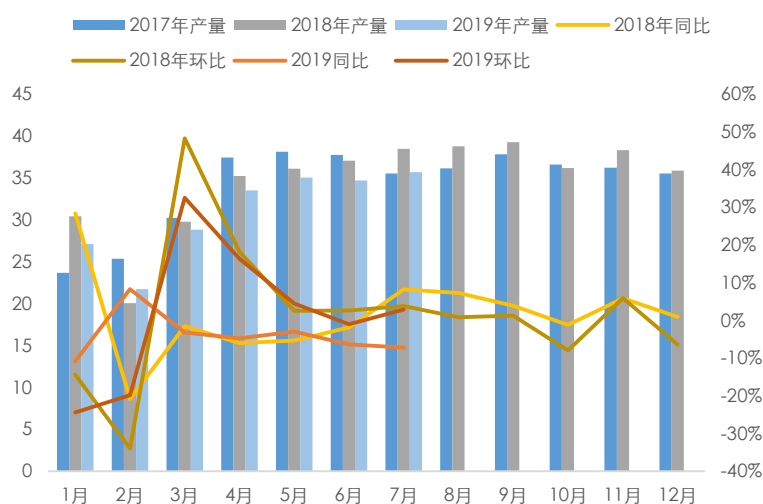
据 SMM 统计,2019 年 7 月,国内锌精矿产量达 35.71 万吨,同比下滑 7.22%,环比增 2.85%。7 月锌矿供应仍不及去年,但环比有所增加。预计 8 月国内锌矿供给达 36.35 万吨,环比微增。随着锌价下跌,矿山已接近盈亏平衡点,但目前锌矿供给仍较为宽松,加工费亦处于高位,预

计四季度锌矿供给仍小幅过剩。

从进口量来看，7月进口锌精矿为28.97万吨（实物吨），累计同比下滑2.7%。连云港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。目前锌精矿进口不再亏损，后续进口量有望环比增加。

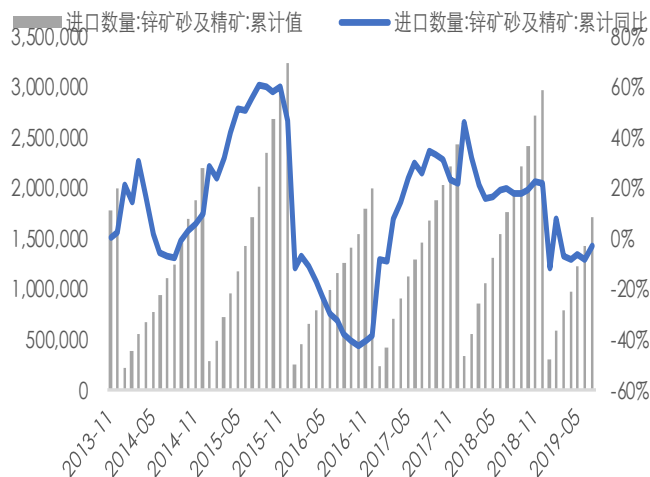
国内锌精矿上半年产量有所下滑。受安全检查、春节效应等影响，一季度产量释放不足，但二季度锌精矿产量增幅较大。而进口矿方面，或受到澳大利亚的洪水影响，也有所下滑，上半年进口量有所下滑。根据已经公布的产量计划来看，预计全球及中国锌矿供应增速在4%左右，中国2019年增量在15万吨左右。全球四季度产量将仍处于宽松状态。

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年上半年，全球锌锭产量达650.07万吨，同比下滑1.57%。已经公布产量的全球前十大冶炼厂二季度产量达86.65万吨，同比增4.74%，环比增19.34%。二季度全球锌锭产量增幅较大，预计三季度全球锌锭产量将居于全年高位。

2019年7月，国内精炼锌产量达49.07万吨，同比增加20.15%，环比减1.11%。加工费处于高位，冶炼厂利润丰厚，锌冶炼厂开工热情高企，锌锭产量居于高位。

8月陆续有冶炼厂进行检修，对供给仍存影响，预计8月环比小增1500吨。8月底东岭开始检修，检修影响量在8000吨，供给将仍居于高位。海外方面，Teck旗下冶炼厂发生电力问题，预计抢修需20天左右，锌锭产量减少2-3万吨。Teck的主要出口为北美地区，对国内锌锭供给影响较小。

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。

7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

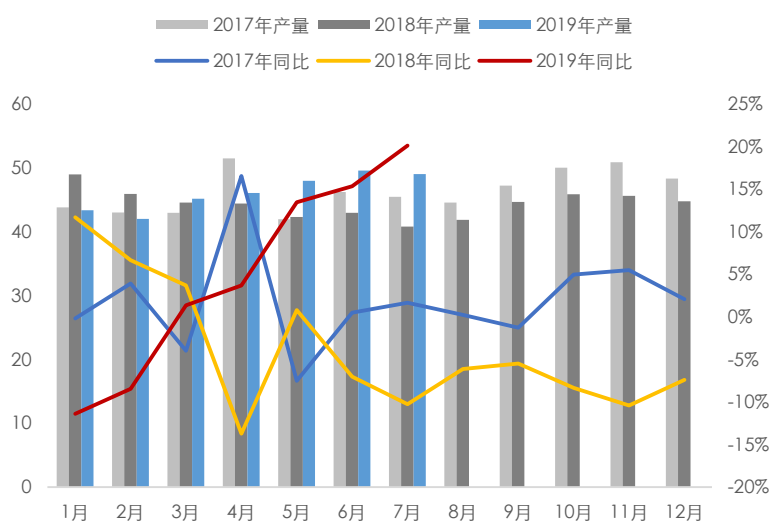
炼厂逐步满产，后续市场锌供给将逐步释放。目前精矿产量不及预期，预计加工费再涨的可能性较小。

**表 3: 2018 全球大型冶炼厂产量增速达 4.74%**

序号	公司	2018(万吨)	2017(万吨)	2019Q2 (万吨)	2018Q2 (万吨)	2019Q2 增速
1	Korea Zinc Group	123.6	119.2			
2	Nystar	107.5	101.8			
3	Glencore	99	101.1	28.12	23.52	19.56%
4	Hindustan Zinc	78.2	80.1	17.2	17.2	0.00%
5	Nexa Resources	60.2	58.3	15.6	15.21	2.56%
6	Boliden	50.2	45.7	12.01	12.47	-3.69%
7	陕西有色	41	45.8			
8	河池南方	32	32			
9	Teck	30.7	31	7.5	7.7	-2.60%
10	Noranda Income Fund	27.3	20	6.22	6.63	-6.18%
合计		<b>649.7</b>	<b>635</b>	<b>86.65</b>	<b>82.73</b>	<b>4.74%</b>

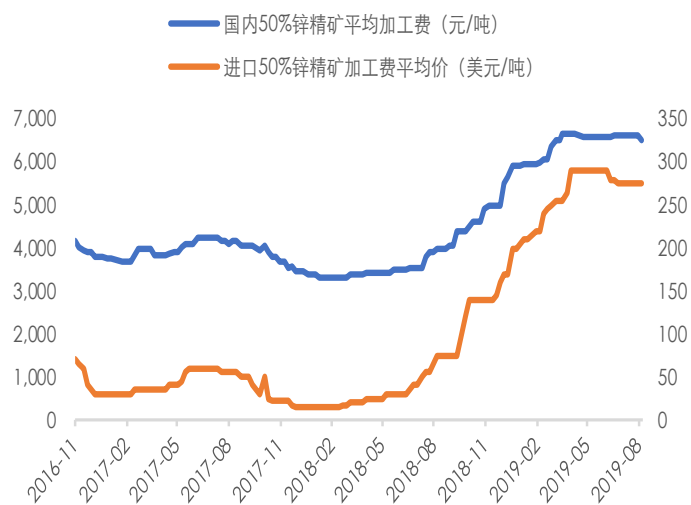
数据来源：公司公告、Woodmac、兴证期货研发部

**图 9: 国内锌锭产量 (万吨)**



数据来源：SMM，兴证期货研发部

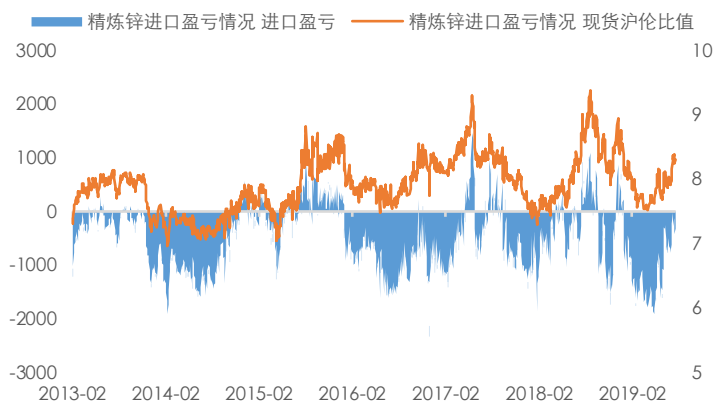
**图 10: 国内锌加工费情况**



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

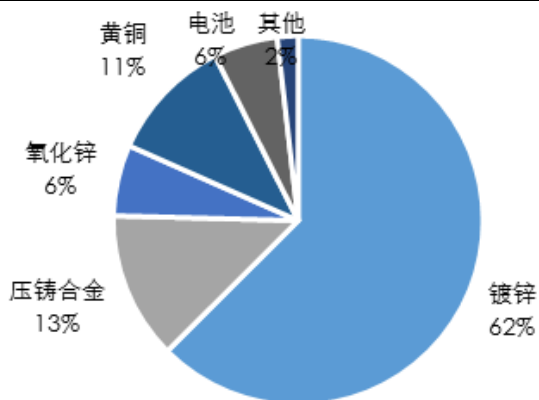
### 2.3 锌及下游消费开工率大幅下滑

锌锭初级消费主要为镀锌、氧化锌及压铸合金，终端行业方面，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 48.01%，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。

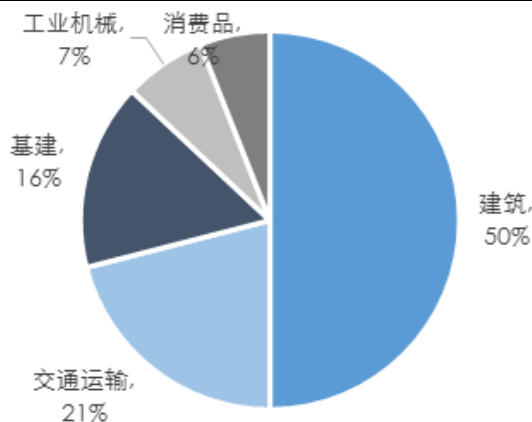
2019 年 7 月，镀锌合金开工率达 81.03%，环比增 4.73 个百分点；氧化锌开工率达 48.01%，环比减少 1.97 个百分点；压铸锌合金开工率达 47.7%，环比增加 1.38 百分点。氧化锌开工率处于历史低位，环比数据来看，镀锌板、压铸合金开工率有所回暖。7、8 月为锌消费淡季，因此预计 8 月开工率难有大幅度的提升，消费较为疲软。往年需求金九银十，但今年适逢建国 70 周年，北京附近地区面临环保问题，限制下游小型加工厂的开工率，预计 9 月开工率将有所下滑。

图 13: 国内锌初级消费占比



数据来源: 兴证期货研发部

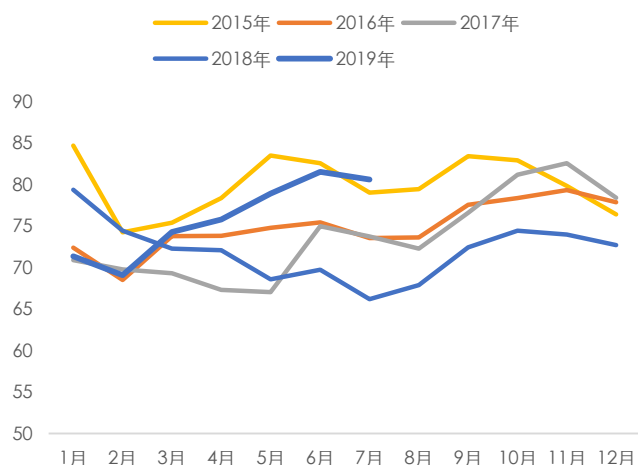
图 14: 国内锌终端消费行业占比



数据来源: 兴证期货研发部

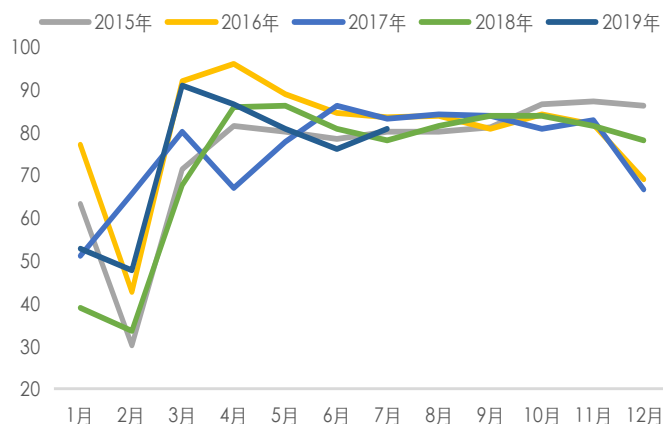


图 15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)



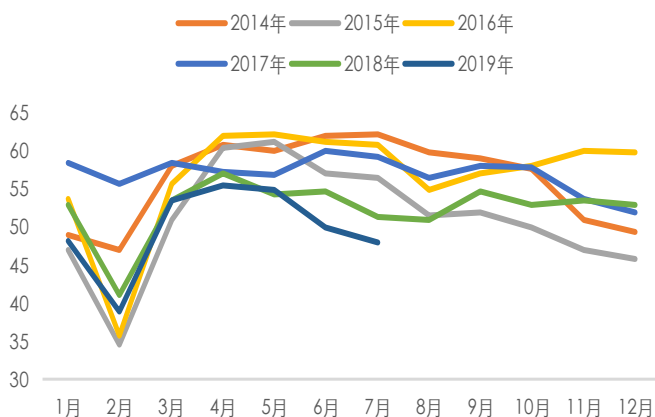
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 镀锌锌合金开工率 (%)



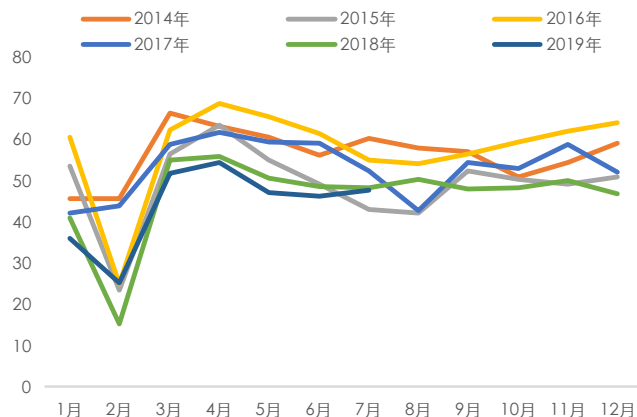
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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 (%)

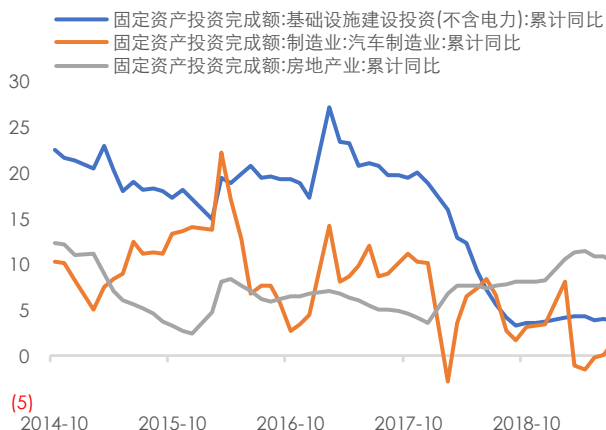


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 2.4 终端行业需求疲弱，未来增幅较悲观

2019年7月，房地产固定资产投资累计同比达10.2%，环比减0.8个百分点；汽车行业固定资产投资累计同比为1.8%，环比增1.6个百分点；基建行业固定资产投资累计同比达3.8%，环比减0.3个百分点。整体而言，2019年7月汽车行业固定资产投资有所回暖，而基建和房地产投资则有所回落。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9月固定资产投资难有较大增长。

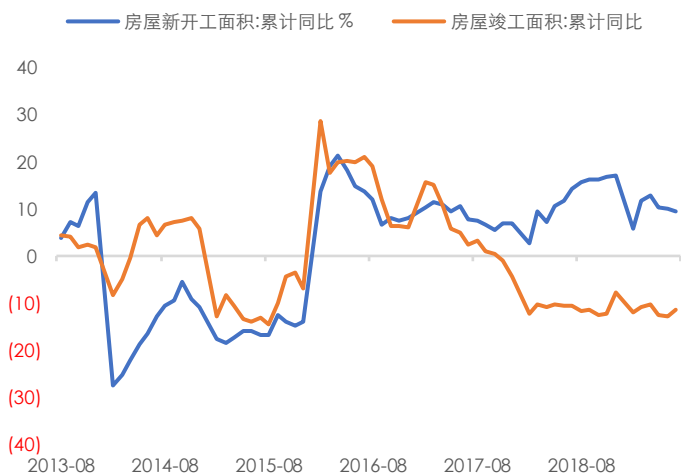
图 19: 终端行业固定资产投资情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

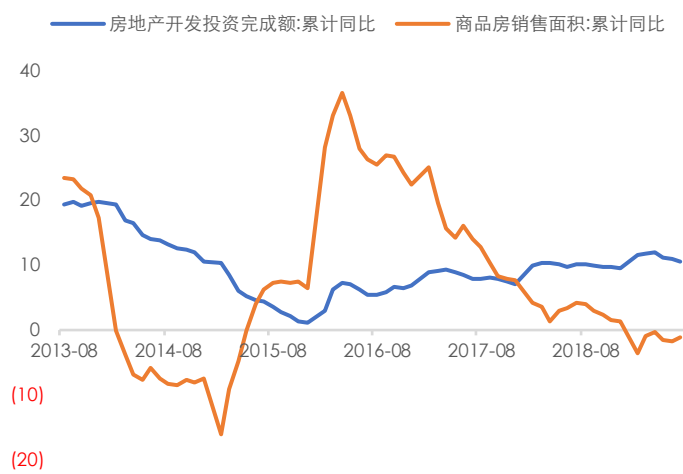
2019 年 7 月, 房屋新开工面积累计同比达 9.5%, 房屋竣工面积累计同比达-11.3%。房屋新开工面积累计同比小幅下滑, 竣工面积累计同比有所好转。房地产开发投资完成额累积同比达 10.6%, 环比下滑 0.3 个百分点, 商品房销售面积累计同比为-1.3%, 环比增 0.5 个百分点。锌一般用于房地产中后期, 竣工面积及销售面积累计同比小幅上升, 进一步印证了镀锌及压铸合金开工率的回暖。

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

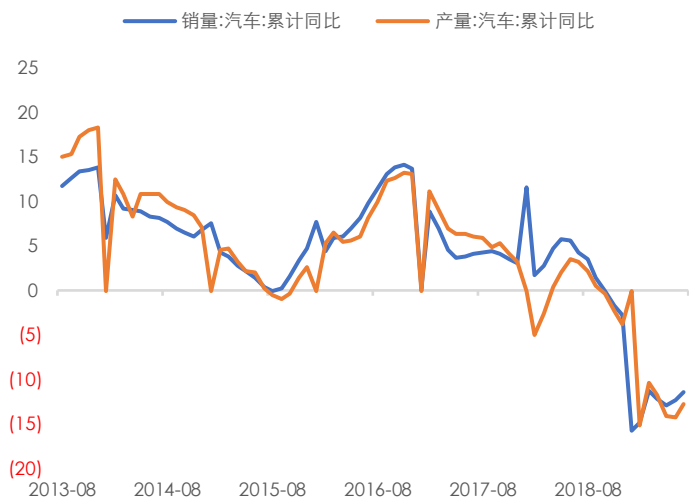


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年 7 月, 汽车销量累计同比为-11.4%, 下滑 1 个百分点, 产量累计同比为-12.8%, 增 1.4 个百分点, 汽车行业整体情况有所回暖, 预计氧化锌开工率将有所好转。家电方面, 空调环比减少 20.96%, 大幅下滑, 洗衣机环比减 24.41%, 冰箱环比减少 1.59%。家电行业 7 月环比仅

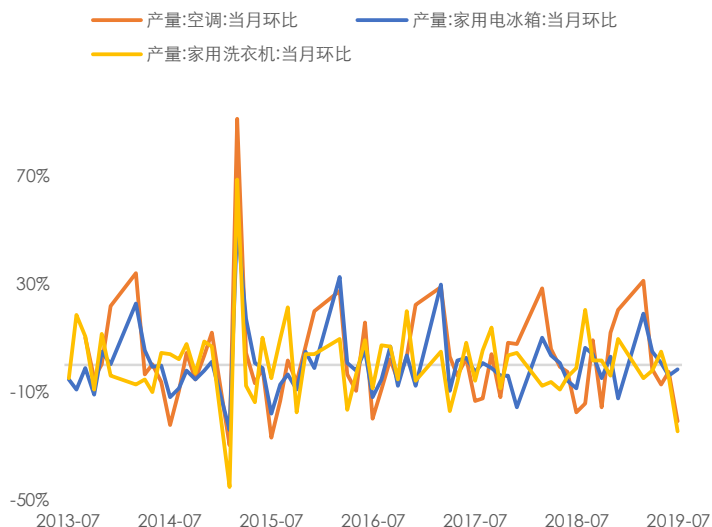
冰箱有所好转，其余均大幅下行，需求转弱。

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

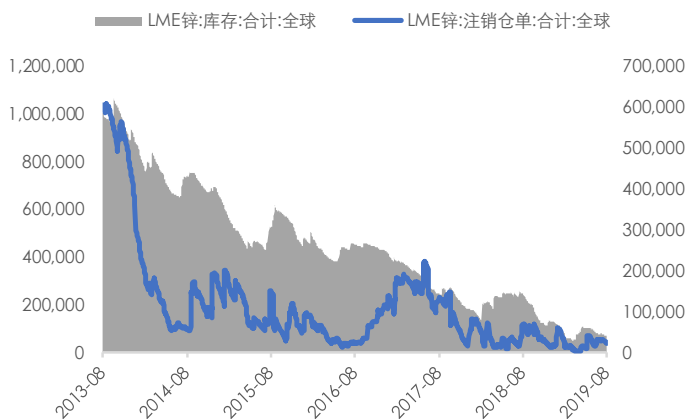


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 全球锌库存均处于历史低位

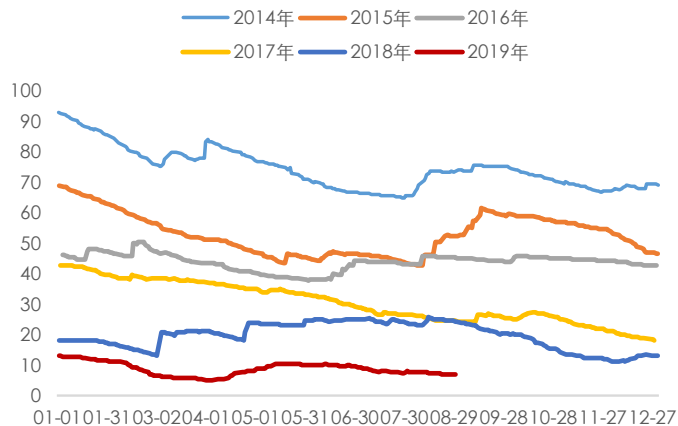
2019年8月31日，LME库存较8月1日减1.2万吨，达6.74万吨，LME库存持续下滑。上期所库存较月初减少0.37万吨，SMM三地社会库存较月初减少0.44万吨。国内库存去库速度不及往年同期。目前LME库存均处于近几年低位，但SMM库存较往年处于高位，锌价承压下行。

图24:LME锌库存及注销仓单情况 (吨)



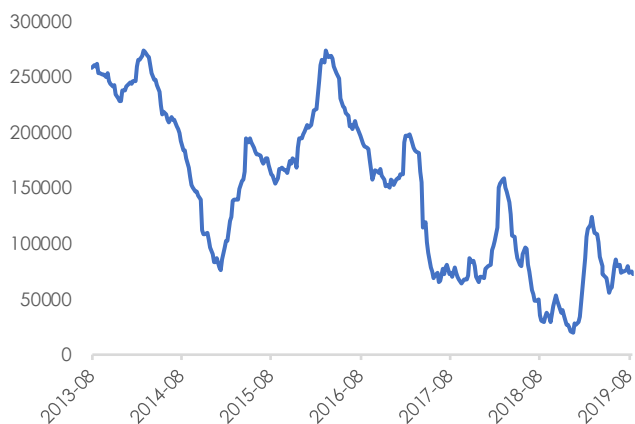
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25:LME库存情况 (万吨)



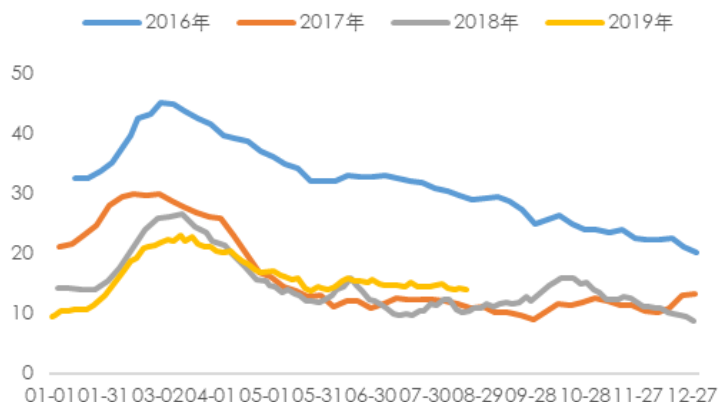
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



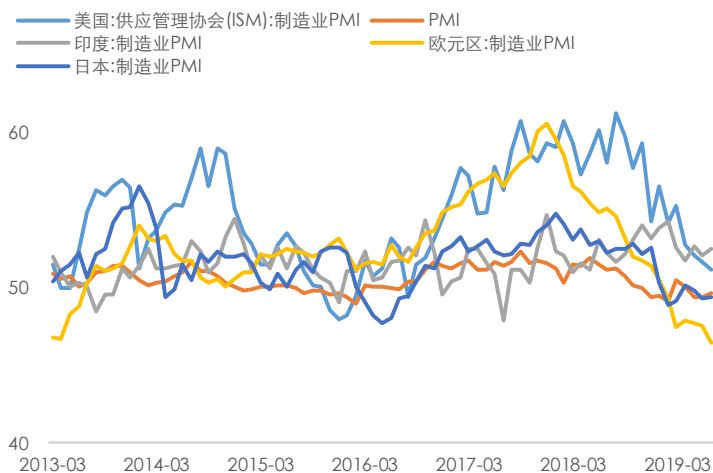
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3. 宏观面

#### 3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

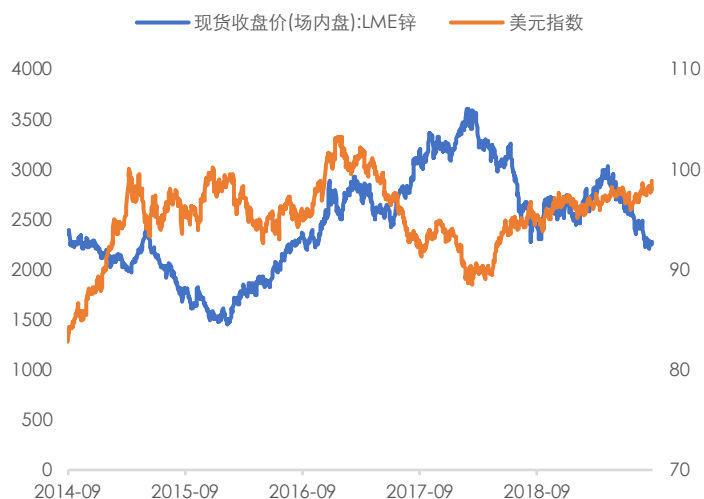
中国制造业 PMI 跌破荣枯线, 8 月达 49.5, 环比下滑。美国 7 月 PMI 达 51.2, 经济表现强势恢复, 但欧洲及日本仍面临下行风险。海外市场宏观面表现一般, 对锌价有所承压。进入 18 年三季度, LME 锌价与美元指数呈正相关, 目前美元走势与锌价再次呈现负相关。

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 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 4% 左右，中国全年锌矿供给增量在 15 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。随着锌价逐步下跌，目前国内矿山接近盈亏平衡点，后续锌矿产量预计增幅有限，但整体供给仍较为宽松。

2. **冶炼瓶颈突破，三季度产量将维持高位。**目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，受检修影响，7 月锌锭产量环比小幅下滑，但同比大增。冶炼厂均逐步复产，预计在三季度供给仍处于全年高位。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，终端需求仍较为疲软。**2019 年 7 月，压铸合金及镀锌开工率小幅回升，但氧化锌开工率处于往年最低位。受国庆节影响，今年环保限产力度较大，预计北京周边地区下游开工率受到影响，9 月整体需求面临下滑。汽车行业固定资产投资有回暖，但房地产、基建行业有所回落。整体而言，三季度需求仍疲软，9 月需求或低于往年同期。

4. **锌库存处于近几年低位。**LME 8 月库存逐渐下行，目前已跌破 7 万吨。国内锌锭库存仍未累库，但已高于往年同期水平。库存累积有限或因大量冶炼厂生产锌合金取代锌锭，锌合金并不进入仓库，导致表观库存量增幅有限。

**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。