

# 锌库存拐点迟迟未见，锌价下行空间有限

兴证期货·研发中心

2019年2月12日 星期二

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1月初至今，锌价震荡上行，涨幅达13.74%。2019年1月，有色板块中，锌涨幅排名第二，仅次于镍(15.24%)。

### ● 后市展望及策略建议

1. 2019年，全球大型矿企产量增量近60万吨，预计全球锌精矿增速在4%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Vedanta的两座矿山，合计增量达20万吨，占海外增量的1/3。紫金矿业收购Nevsun，对于国内的锌矿供应有提振的作用。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，一季度产量恐下滑。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，12月锌锭产量下滑。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投入生产。一月由于临近春节假期，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. 初级消费开工率小幅下滑，终端需求较为疲弱。2018年12月，房地产固定资产投资累计同比达8.3%，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。

4. 锌库存仍无有效增长。LME库存持续下滑，国内锌锭小幅增长，但与往年相比，增幅较小，仍无有效增长，加之临近春节假期，锌锭开工率下滑，预计二月锌累库量不及往年，累库量或减少30%-50%左右。

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，库存仍未重点。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。

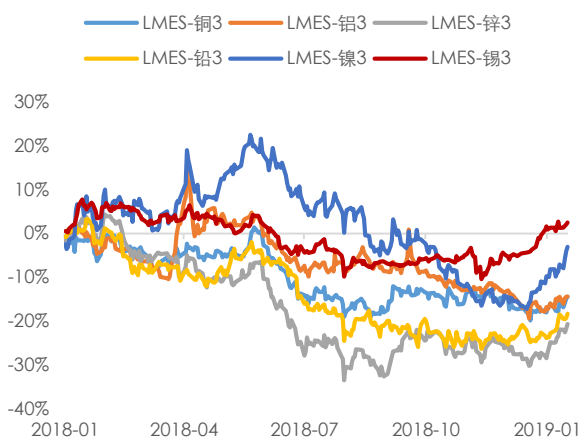
#### ● 风险提示：

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

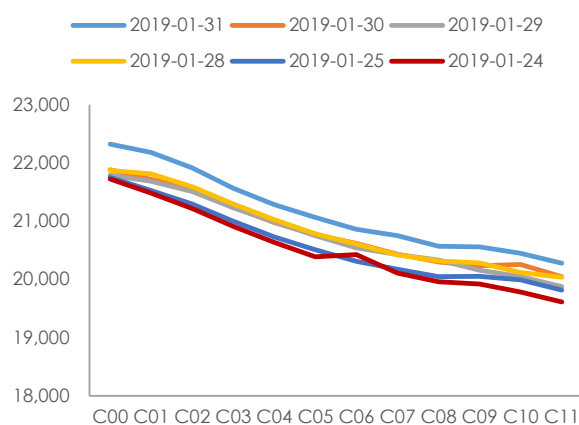
2018 年至今，LME 锌下跌 20.67%，2019 年 1 月初至今，锌价震荡上行，涨幅达 13.74%。2019 年 1 月，有色板块中，锌涨幅排名第二，仅次于镍（15.24%）。目前，沪锌仍维持 back 结构，但小部分远期合约 back 结构缩小，甚至出现 contango 结构，近期可密切关注沪锌期限结构。

图1 :LME各品种2018年涨跌幅



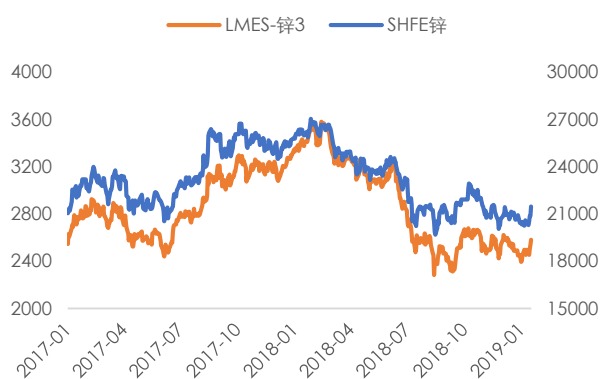
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2 :沪锌期限结构（元/吨）



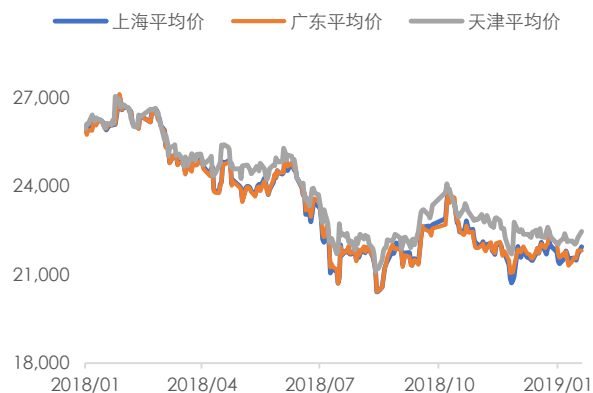
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

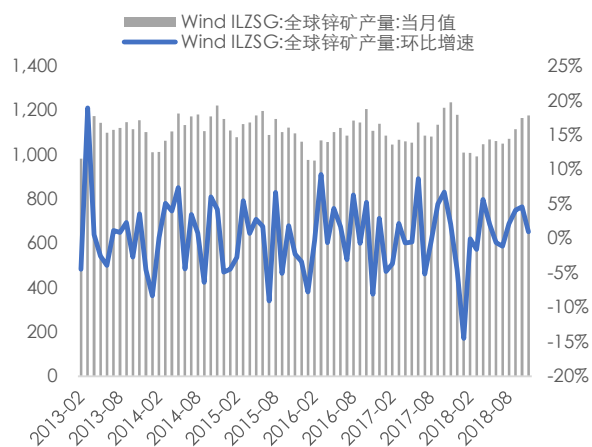
### 2.1 锌矿供给释放一季度难实现

据 ILZSG 统计, 2018 年 1-11 月, 全球锌精矿产量达 1176.07 万吨, 同比下滑 4.13%。其中, 亚洲地区减产较大, 产量同比下滑约 13.03%, 同比增速较大的系大洋洲, 增 27.29%, 欧洲产量同比下滑 0.058%, 非洲同比增长 9.44%, 美洲同比增 2.29%。除中国以外的海外地区锌矿产量同比增 4.17%, 18 年中国的锌精矿产量大幅下滑, 导致全球锌精矿供应下滑。

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。

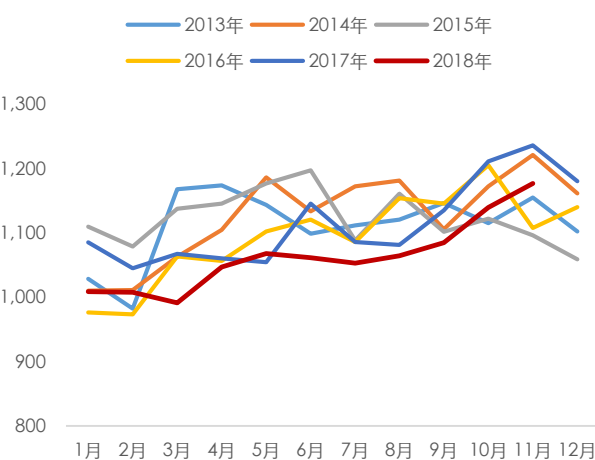
从矿企角度看, 全球前十大矿业集团锌精矿产量总计 319.26 万吨, 同比下滑 3.79%, 产量占比全球达 23.85%, 剔除中国锌矿产量, 全球前十大矿企产量占比达 58.18%。2018 年嘉能可将其旗下两座矿山控股权卖出, 若将这两座矿山锌精矿产量计入, 则前十大矿企 18 年前三季度产量同比下降 0.18%, 几乎与 17 年持平。产量下滑的主要原因系矿的品位下降, 以及一些矿区被关闭所致。而产量增速较大的主要原因是锌矿回收率的提高, 及实施锌矿扩产计划。

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: 2018 年前三季度全球前十矿企产量增速下滑 3.79%**

序号	公司	2018Q1-Q3(万吨)	2017Q1-Q3(万吨)	2018Q1-Q3 增速 (%)	2018Q1-Q3 占比
1	Glencore	78.6	82.74	-5.00%	5.87%
2	Vedanta	72.7	80.6	-9.80%	5.43%
3	Teck	44.4	42.5	4.47%	3.32%
4	Votorantim	26.96	27.34	-1.39%	2.01%
5	Boliden	21.9	22.72	-3.61%	1.64%
6	Penoles	21.21	21.25	-0.19%	1.58%
7	Goldcorp	22.96	26.32	-12.77%	1.72%
8	Lundin	11.01	9.35	17.75%	0.82%
9	Hudbay	8.82	10.21	-13.61%	0.66%
10	Nyrstar	10.7	8.8	21.59%	0.80%
<b>合计</b>		<b>319.26</b>	<b>331.83</b>	<b>-3.79%</b>	<b>23.85%</b>

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

**表 2: 2019 年全球锌矿增速在 4%左右**

矿山名称	公司	国家	2018 (万吨)	2019 (万吨)	2018 年增速	2019 年增速
Dugald River	MMG	澳大利亚	12	1.8	0.90%	0.14%
Lady Loretta 等	Glencore	澳大利亚	9	7	0.67%	0.53%
Gamsberg	Vedanta	南非	5.5	16.7	0.41%	1.27%
HZL	Vedanta	印度	0.4	3.3	0.03%	0.25%
Shalkiya	Tau-Ken Samruk	哈萨克斯坦	5	8	0.37%	0.61%
Skorpion	Vedanta	纳米比亚	4.5	1.6	0.34%	0.12%
Antamina	Teck	秘鲁	3	2	0.22%	0.15%
Middle Tennessee	Nyrstar	美国	2.5	0	0.19%	0.00%
Asmara	Sichuan R&B Mining	厄立特里亚	2	5	0.15%	0.38%
Naica/Rey de Plata	Penoles	墨西哥	2	2	0.15%	0.15%
Peñasquito	Goldcorp	墨西哥	-1.1	5.6	-0.08%	0.43%
Century	New Century	澳大利亚	6	5	0.45%	0.38%
Thalanga	Red River	澳大利亚	1.7	0.2	0.13%	0.02%
Myra Falls	Nyrstar	加拿大	1.5	1.5	0.11%	0.11%
Zinkgruvan	Lundin	瑞典	0.7	0.1	0.05%	0.01%
Bisha	Nevsun	厄立特里亚	0.6	0	0.04%	0.00%
<b>总计</b>			<b>55.3</b>	<b>59.8</b>	<b>4.13%</b>	<b>4.55%</b>

数据来源：安泰科、兴证期货研发部

据 SMM 统计，中国 2018 年全年锌精矿产量达 415.77 万吨，同比增长 1.24%。国内锌精矿

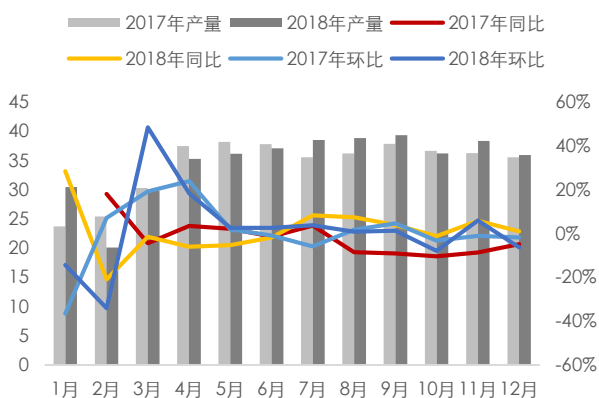
供应小幅增长，主要系下半年锌矿供应释放，尤其是 11 月，锌精矿的产量同比增 5.98%，使得全年由供给紧缺转为宽松。但 12 月受到寒冷天气影响，矿山供暖不足，大部分矿区出现停产和减产，锌矿产量环比下降 6.39%，矿供应再度紧张。

紫金矿业计划收购 Nevsun 的 Bisha 铜锌矿控制权，收购完成后，公司将新增锌资源储量(按权益)约 187.70 万吨，占公司现有锌资源储量的 23.97%。Bisha 铜锌矿 2017 年生产锌金属产量约 9.5 万吨，收购完成后，国内锌矿产量有望进一步增长。

从进口量来看，2018 年 1-12 月累计进口量 296.94 万吨（实物吨），累计同比增 21.5%。受国内锌矿供应短缺影响，进口量较去年大幅增长，全年累计同比增速维持在 20%左右。从进口国别看，2018 年澳大利亚进口达 85.28 万实物吨，占比 28.7%，位居第一位，秘鲁进口累计为 60.65 万实物吨，占比 20.4%，位居第二位，俄罗斯进口累计共 26.65 万实物吨，占比 9%，位居第三位。澳大利亚作为锌矿资源大国，稳居中国锌精矿进口量第一位。

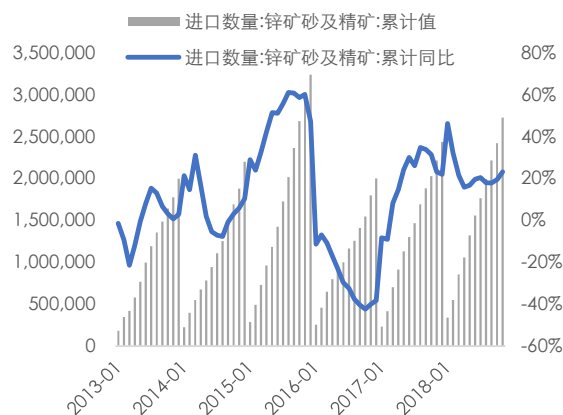
鉴于目前国内锌精矿供给受寒冬影响，开工率有所下滑，因此我们预计 19 年一季度，尽管锌精矿进口盈利窗口关闭，但锌矿进口量仍将居于高位。我们维持在年报中对于锌精矿供应增速的预判，预计全球及中国锌矿供应增速在 4%左右，根据中国 2018 全年锌精矿供应量测算，则 2019 年增量在 17 万吨左右。但受到冬季寒冷天气以及春节临近影响，部分矿山出现停产、减产现象，预计国内一季度锌矿供应增量释放的可能性较小，供应的释放大概率会出现在二三季度中。

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：SMM，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

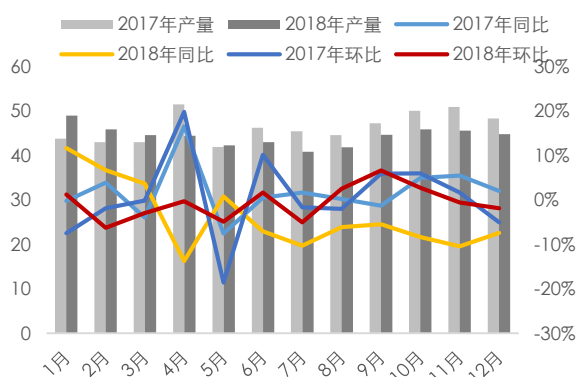
2018 年全年国内精炼锌产量达 532.99 万吨,同比下滑 4.2%,12 月精炼锌产量达 44.8 万吨,同比减少 7.38%,环比减少 1.84%。尽管加工费持续上行,冶炼厂利润丰厚,但受到锌矿供给紧缺,及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制,12 月锌锭产量下滑。一月由于临近春节假期,叠加冬季气候影响,部分冶炼厂恐供暖不足,锌锭产量可能出现进一步下滑。

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,预计投资 3.38 亿元。项目建设期 8 个月,投资年利润总额 4500 万元左右,预计项目在今年二季度完成,该项目的冶炼产能用于替代清水塘的冶炼产能。鉴于株冶的 30 万吨产能已经关停,新产能仍未投入运行,一季度精锌产量将受到影响。

12 月锌锭进口量 9.38 万吨,环比下降 17.4%,同比下降 7.02%。相较于 11 月,西班牙及比利时进口量进一步攀升,而免税国韩国及澳大利亚进口量下滑较大。2018 年全年精炼锌累计进口 71.54 万吨,同比增 5.8%,澳大利亚始终居于进口国第一位,占比达 27%。12 月精锌进口下滑主要是由于 12 月到货主要为 10 月装船,10 月进口亏损较大,导致进口动力不足;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,3 月进口量或恢复。

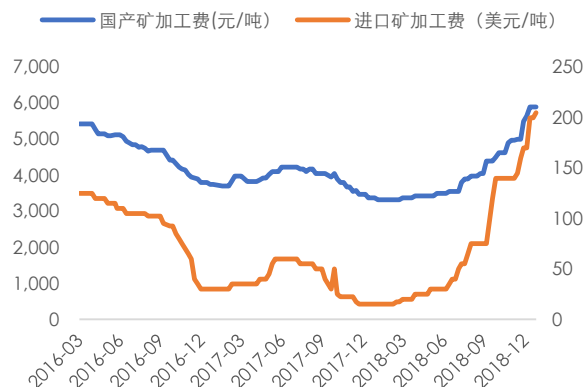
国内受精矿供给紧张,春节假期影响,锌锭供应或进一步下滑,而进口方面由于进口盈利亏损较大,预计一季度进口量难增,1 月锌锭整体供给紧张,相较 2018 年 12 月或进一步下滑。2 月份作为传统的锌锭及锌矿供给低迷时期,今年相较于往年可能会出现低位。

图 9: 国内锌锭产量 (万吨)



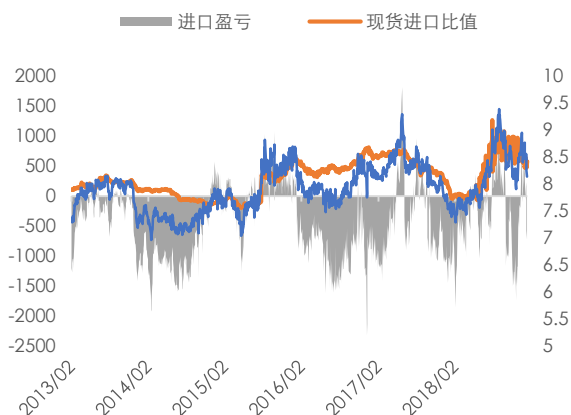
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 10: 国内锌加工费情况 (万吨)



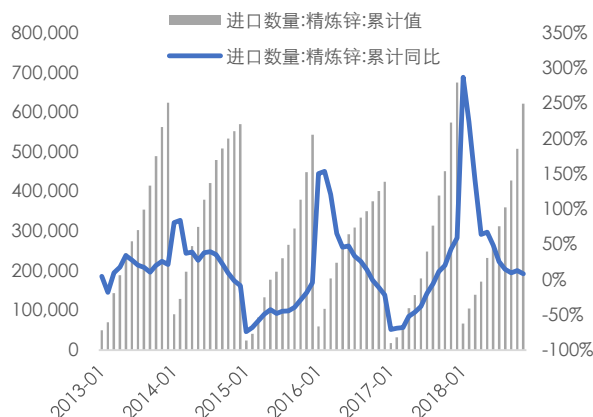
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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: SMM, 兴证期货研发部

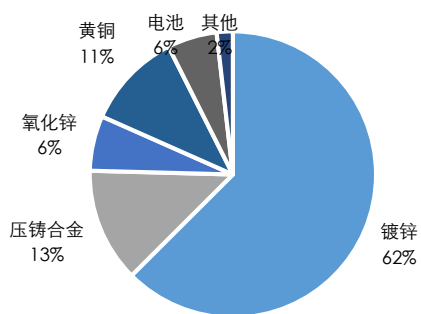
### 2.3 锌及下游消费开工率均略有下滑

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, 12 月份开工率达 72.72%, 较 11 月下滑 1.29 个百分点。尽管四季度加工费上行, 加之锌价居高不下, 始终没有实现下跌预期, 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 万吨产能逐步关停, 以及锌精矿的供给释放不足, 导致锌锭的开工率有些许下滑。

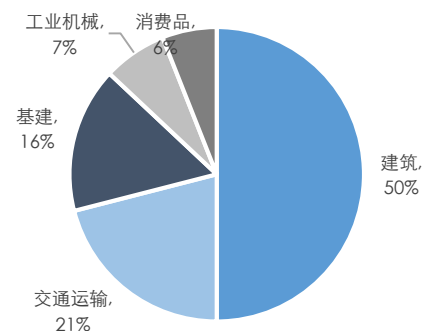
2018 年初级消费 12 月开工率相较 17 年略好, 但整体较 11 月仍有所下滑。12 月, 镀锌合金开工率达 78.4%, 环比下滑 3.22 个百分点; 氧化锌开工率达 52.9%, 环比下滑 0.7 个百分点; 压铸锌合金开工率达 46.89%, 环比下滑 3.13 个百分点。

图 13: 国内锌初级消费占比



数据来源: 兴证期货研发部

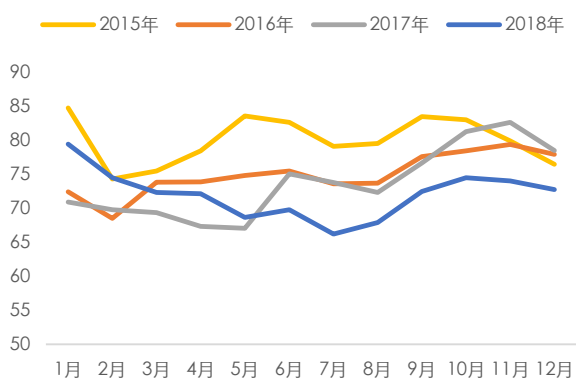
图 14: 国内锌终端消费行业占比



数据来源: 兴证期货研发部

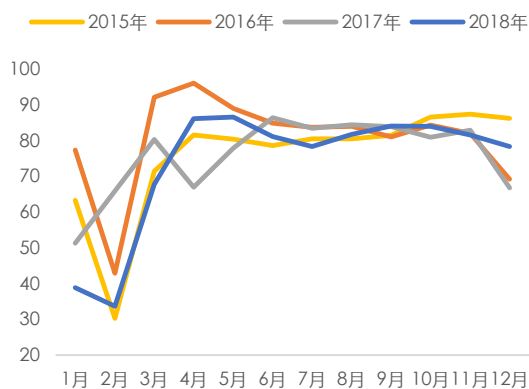


图 15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)



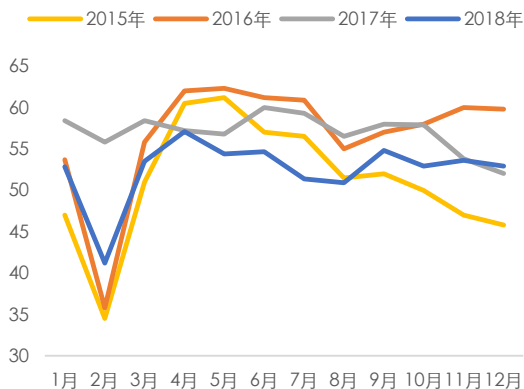
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 镀锌锌合金开工率 (%)



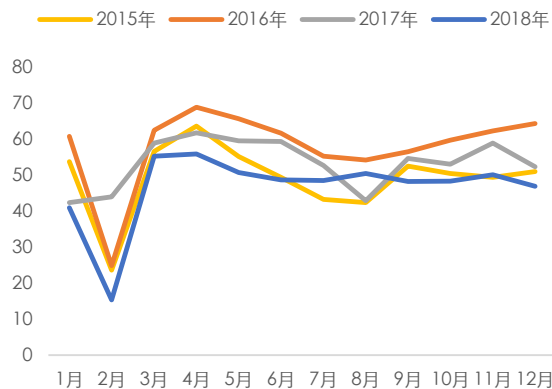
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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 年全年有色冶炼固定资产投资额同比在 8 月首次出现正增长,12 月冶炼投资同比小幅抬升, 达 3.2%, 可能是受到部分冶炼厂搬迁影响。而采矿业全年固定资产投资完成额全年均呈现负增长, 未来采矿的固定资产投资不容乐观。

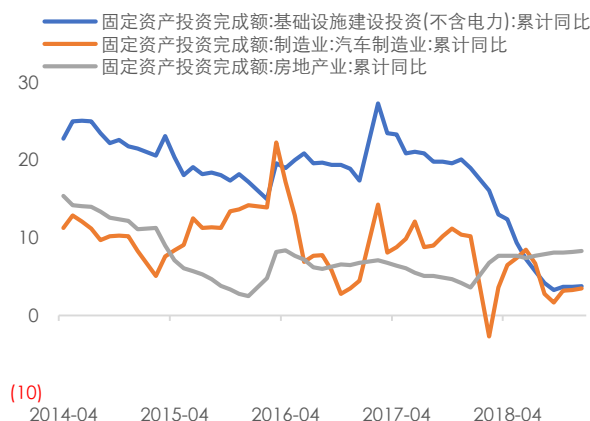
2018 年 12 月, 房地产固定资产投资累计同比达 8.3%, 全年累计同比变化不大; 汽车行业固定资产投资累计同比达 3.2%, 汽车投资增速放缓; 基建行业固定资产投资累计同比达 3.5%, 18 年下滑幅度较大。整体而言, 18 年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大, 需求疲弱。

图19:有色行业固定资产投资情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

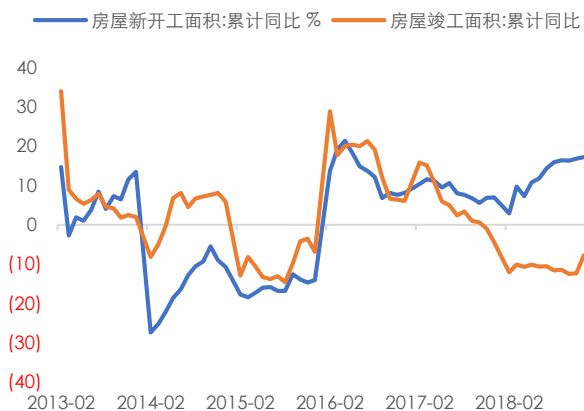
图20:终端消费行业固定资产投资同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

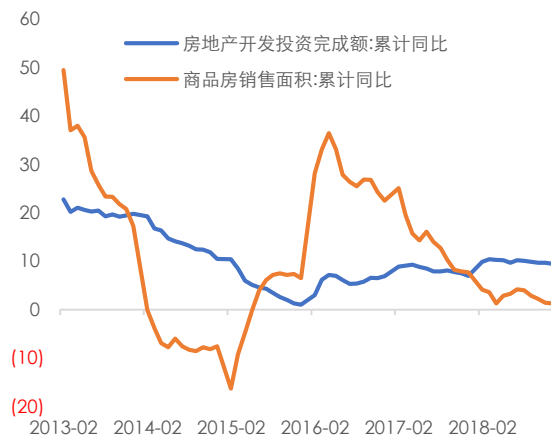
2018年12月,房屋新开工面积累计同比达17.2%,房屋竣工面积累计同比达-7.8%。纵观2018全年,房屋新开工面积累计同比逐渐增长,12月竣工面积累计同比小幅上行。新开工面积同比恢复,预计今年房地产竣工面积将有所增长。而商品房销售面积12月累计同比增速进一步下滑至1.3%,锌作为房地产后期使用金属,需求恐有所回落。

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: 国家电网, 兴证期货研发部

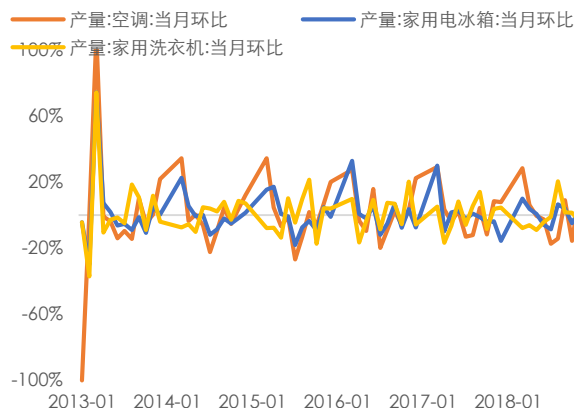
2018年12月,汽车产量及销量累计同比为-3.8%,销量累计同比在近五年首次出现负增长,产销同比均位于五年低位。12月,空调当月环比增20.54%,洗衣机环比增9.55%,冰箱环比减12.48%。空调环比增速大幅增长主要系行业冲刺业绩目标所致,预计2019年汽车行业需求仍比较低迷,家电行业由于受到房地产行业需求疲弱的影响,增速恐进一步下滑。

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

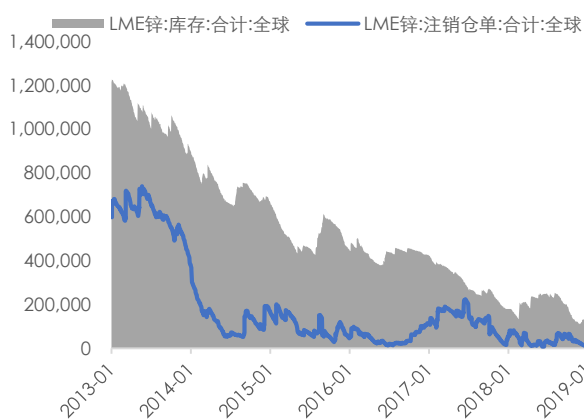


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 全球锌库存均处于历史低位

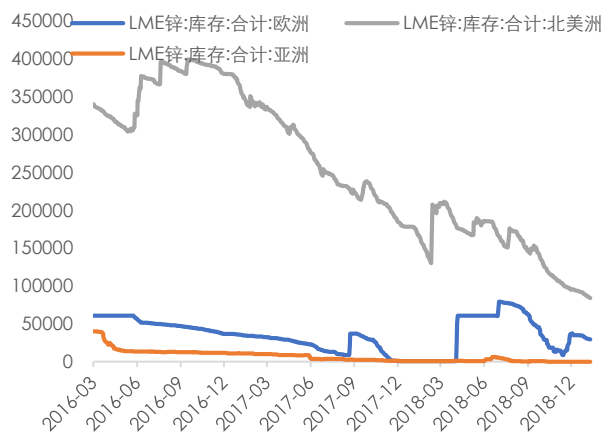
2019年1月末, LME库存较1月初下滑1.56万吨, 其中, 亚洲库存无变动, 达25万吨, 欧洲库存下滑5675吨至2.93万吨, 北美库存减少9900吨至8.41万吨。全球库存低位短期内仍将支撑锌价。上期所库存较月初增6612吨, SMM三地社会库存较月初增1.88万吨。尽管国内库存有所小增, 但仍无有效增长, 加之临近春节假期, 锌锭开工率下滑, 预计二月锌累库量不及往年, 累库量或减少30%-50%左右。

图25:LME锌库存及注销仓单情况 (吨)



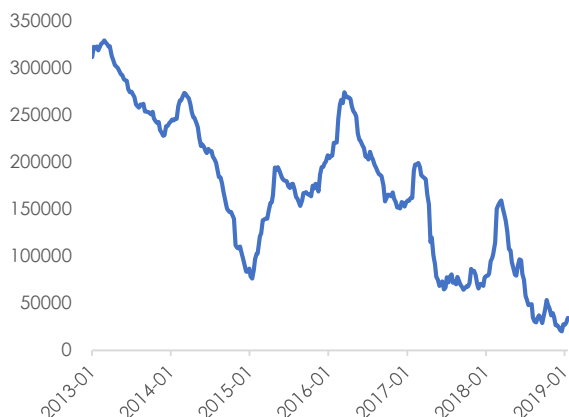
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图26:LME库存情况 (吨)



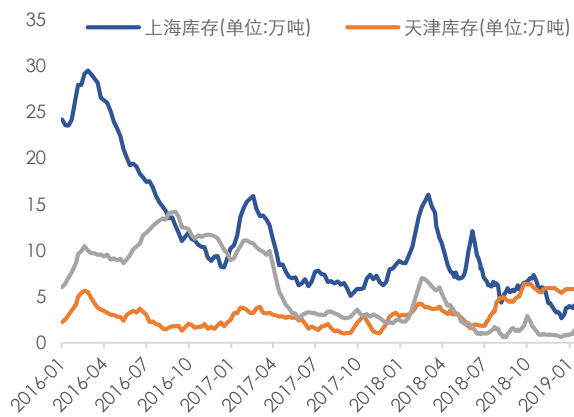
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



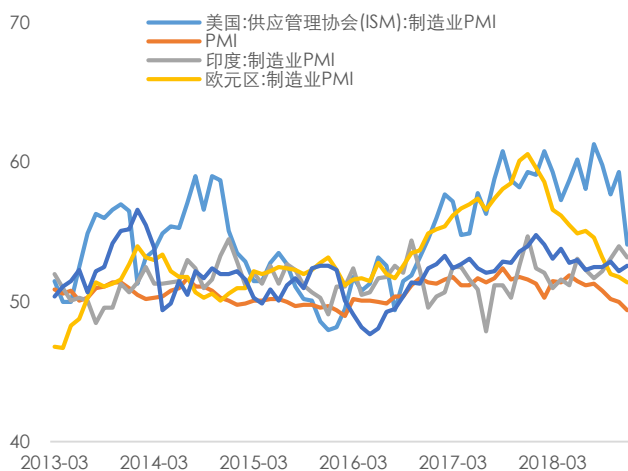
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3. 宏观面

#### 3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

中国制造业 PMI 连续两个月低于荣枯线, 1 月达 49.5, 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, 对锌需求较为疲弱。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，全球大型矿企产量增量近 60 万吨，预计全球锌精矿增速在 4%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 Vedanta 的两座矿山，合计增量达 20 万吨，占海外增量的 1/3。紫金矿业收购 Nevsun，对于国内的锌矿供应有提振的作用。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，一季度产量恐下滑。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，12 月锌锭产量下滑。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投入生产。一月由于临近春节假期，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. 初级消费开工率小幅下滑，终端需求较为疲弱。2018 年 12 月，房地产固定资产投资累计同比达 8.3%，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。

4. 锌库存仍无有效增长。LME 库存持续下滑，国内锌锭小幅增长，但与往年相比，增幅较小，仍无有效增长，加之临近春节假期，锌锭开工率下滑，预计二月锌累库量不及往年，累库量或减少 30%-50%左右。

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，库存仍未重点。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。