

兴证期货·研发中心

2019年6月3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5月，锌价大幅下行，下跌9.42%。2019年5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，4月锌锭产量同比有所回升。冶炼厂均逐步复产，预计在6月供给将逐步释放。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4月，压铸合金及氧化锌开工率仍不及去年同期，镀锌开工率达往年高位，但较三月有所下滑。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5月累库量有所放缓，目前已超过10万吨。国内锌锭库存难去库速度不及往年同期，且已超过往年。6月库存有望逐步增加，届时锌价下行风险大。

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。

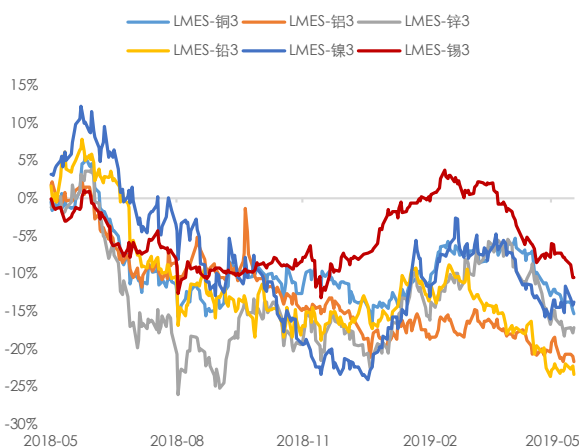
● 风险提示：

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

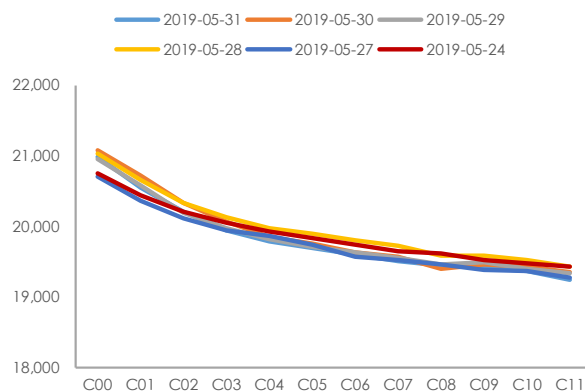
2019年5月，LME 锌震荡下行，跌幅高达 9.42%，2019年1月至今，锌价强势上行随后开启下跌走势，较年初涨 1.39%。5月，有色板块中，锌跌幅最大。目前，沪锌仍维持 back 结构，但价差缩小，近期可密切关注沪锌期限结构。

图1:LME各品种2018年涨跌幅



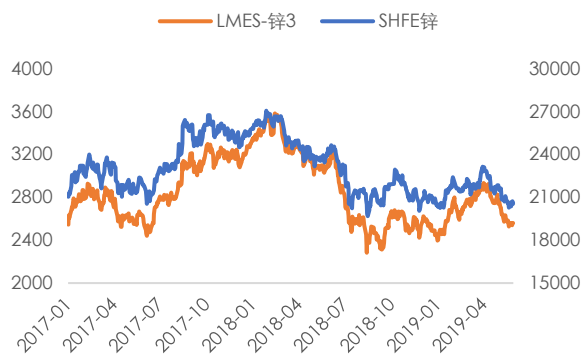
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2:沪锌期限结构(元/吨)



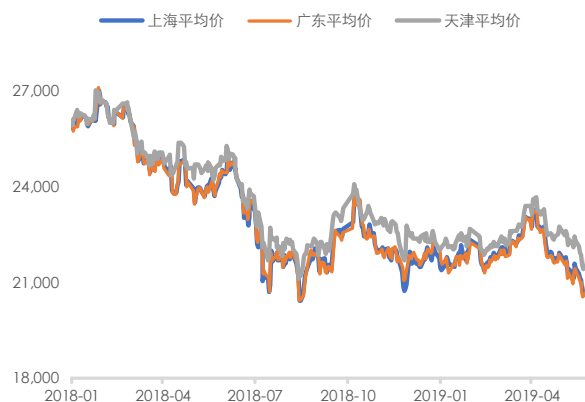
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 3 月全球锌精矿产量达 109.33 万吨，同比增加 10.28%，环比下滑 12.03%。从季节性看，3 月产量大幅增加，近三年内处于高位，锌矿供应较为乐观。从 2 月分地区产量看，亚洲及美洲地区产量环比降幅较大，非洲增幅较大，澳洲及欧洲几乎持平。

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。

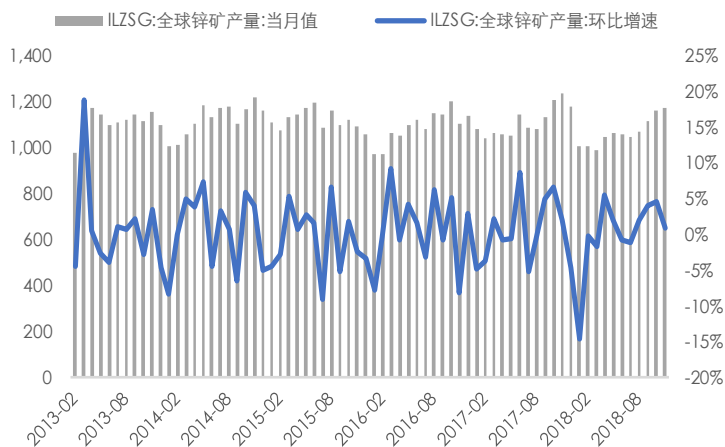
从已经公布一季度产量的矿企看，全球前 15 矿业集团锌精矿 2019 年 Q1 产量总计 118.06 万吨，同比增加 2.31%。对比 2018 年 Q1，产量有所下滑的企业占四成。Teck 在年初公布的产量计划表示其产量今年有所下降，尽管 Q1 产量下滑接近 7%，但一季度已完成全年计划的 30%。MMG 产量增长超 20%，增量主要来自于 Dugald River，尽管一季度 Queensland 发生洪水，使得 Dugald River 的生产一度中断，但其产量仍达预期，今年产量预计在 16.5-17.5 万吨。紫金矿业一季度产量增速较大，但根据其公布的季报，19Q1 毛利率不及去年同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

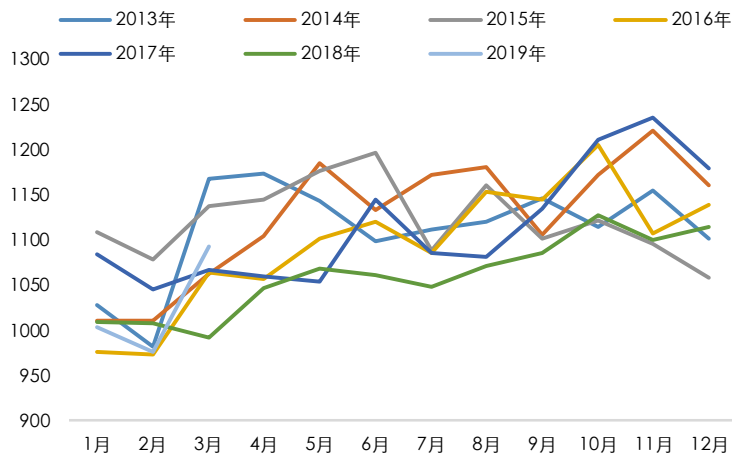
基于矿山及矿企的一季度锌矿产量情况，我们维持对于全球 2019 年锌矿增量的预测，预计增速在 5%左右。

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

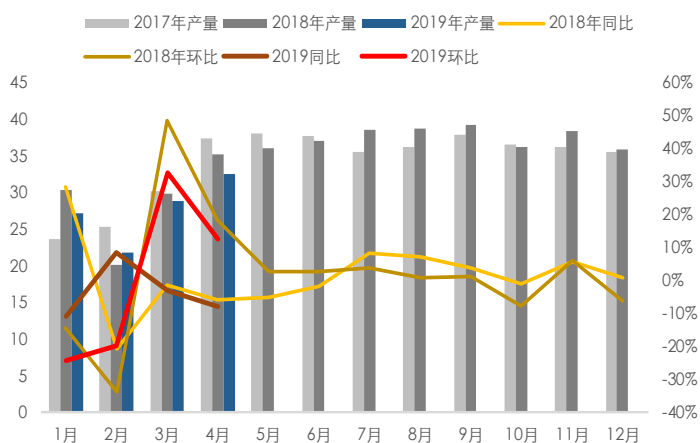
据 SMM 统计，2019 年 4 月，国内锌精矿产量达 32.47 万吨，同比下滑 7.83%，环比上涨 12.59%。4 月锌矿供应仍不及去年，或因环保问题导致部分矿山产量受限，矿山复产需一段时间，因此产量恢复有限。且环比增速不及去年，去年环比增速高达 18.26%。

SMM 预计 5 月国内锌矿供给达 36.81 万吨，环比增加 9.72%。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，预计未来产量将持续释放。

从进口量来看，4 月进口锌精矿为 17.93 万吨（实物吨），同比下滑 11.38%。从进口国别看，秘鲁进口 4.58 万实物吨，占比 26%，超越澳大利亚位居第一位，澳大利亚进口 3.65 万实物吨，占 20%，环比下降近 3 万实物吨，位居第二位，西班牙进口占比达 11%。

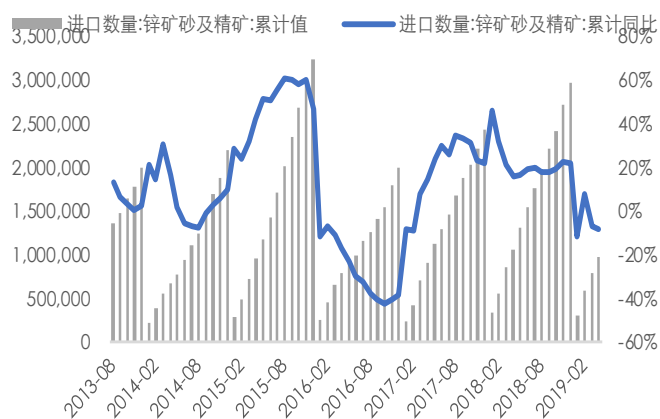
国内锌精矿一季度供给受寒冬影响，开工率有所下滑。另一方面，安全检查、春节效应等影响，一季度产量释放不足，与我们此前的预判一致。而进口矿方面，或受到澳大利亚的洪水影响，也有所下滑，一季度整体矿供应不及预期。但根据已经公布的产量计划来看，预计全球及中国锌矿供应增速在 5% 左右，中国 2019 年增量在 17 万吨左右。预计五月份锌矿产量将开始释放，二季度产量增速有望达预期。

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 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 4 月，国内精炼锌产量达 46.11 万吨，同比增加 3.71%，环比增 2.01%。加工费持续上行，冶炼厂利润丰厚，锌冶炼厂开工热情高企，4 月产量逐步增加。

株冶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，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。汉中锌业目前已逐步复产，但锌渣处理系统预计十月才能完成，满产恐需至三季度。东岭及湖南太丰停产的生产线已恢复生产，预计六月底能满产。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 4 月，锌锭进口量 7.76 万吨，环比上升 51.82%，同比上升 133.77%。目前锌进口亏损高达 1700 元/吨，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。

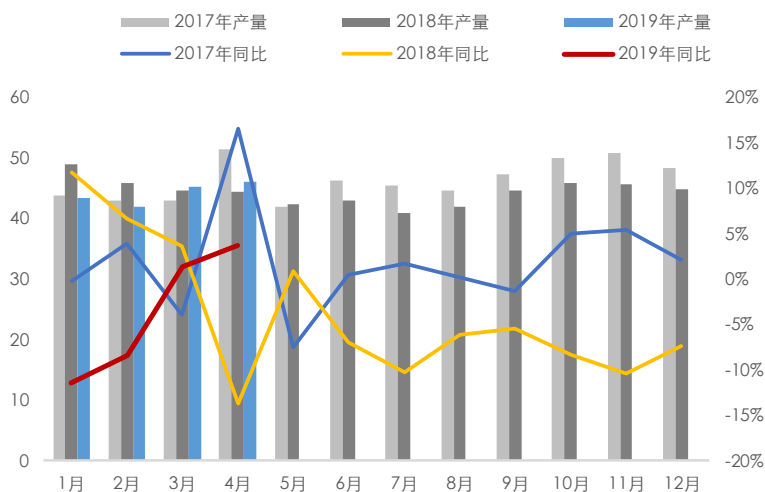
4月产量进一步增长，与我们之前的预测一致。一季度全球锌锭产量同比下滑，主要是去年同期锌锭产量处于高位。目前加工费处于高位，冶炼厂受高利润刺激，开工热情大涨。随着冶炼厂逐步满产，后续市场锌供给将逐步释放。目前精矿产量不及预期，预计加工费再涨的可能性较小。

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			
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

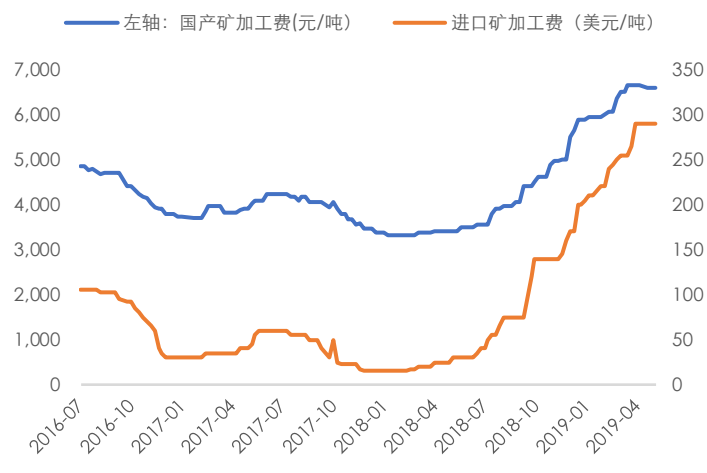
图 9：国内锌锭产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：国内锌锭进口盈亏（元/吨）

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 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

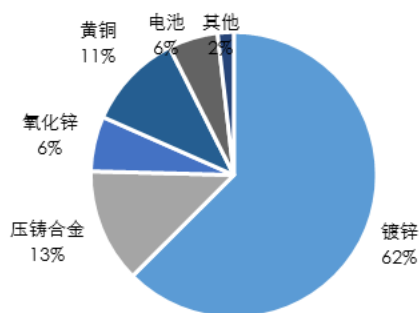
2.3 锌及下游消费开工率大幅下滑

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4月，锌锭开工率达75.8%，较3月增加1.5个百分点。尽管5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。随着冶炼厂逐步复查，预计6月开工率将进一步上升。

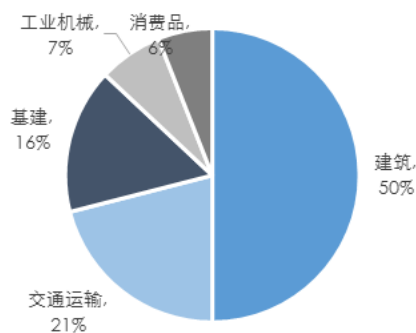
2019年4月，镀锌合金开工率达86.83%，环比下滑4.22个百分点；氧化锌开工率达55.5%，环比增加1.9个百分点；压铸锌合金开工率达54.54%，环比增加2.65个百分点。压铸合金及氧化锌开工率仍不及去年同期，镀锌开工率达往年高位，但较三月有所下滑。

图 13：国内锌初级消费占比



数据来源：兴证期货研发部

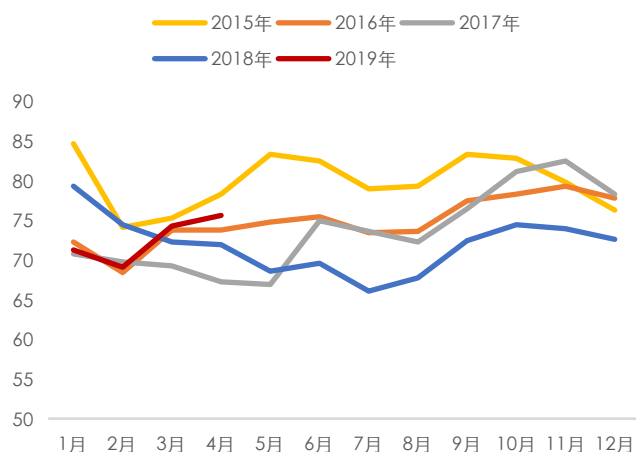
图 14：国内锌终端消费行业占比



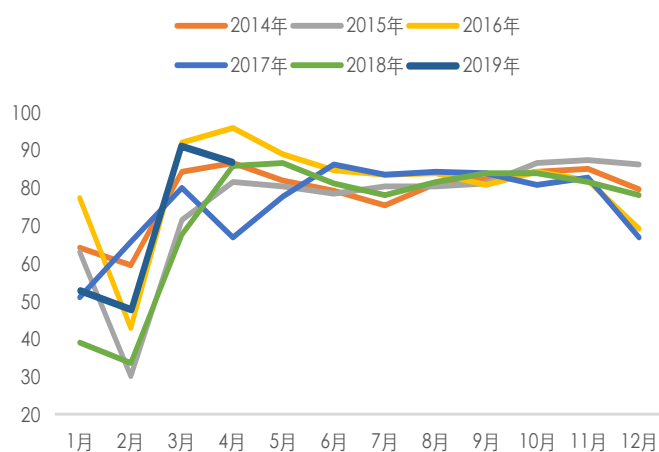
数据来源：兴证期货研发部

图 15：锌锭冶炼厂开工率 (%)

图 16：镀锌锌合金开工率 (%)



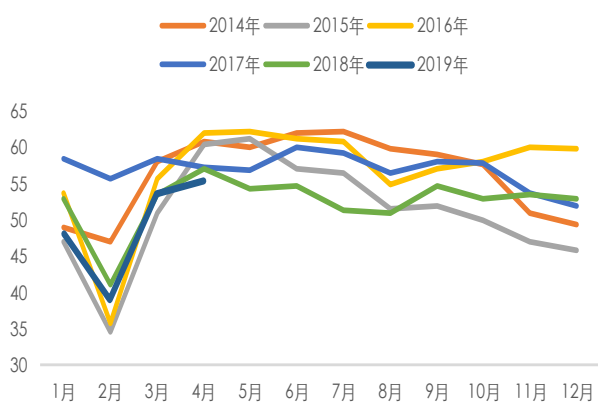
数据来源: SMM, 兴证期货研发部



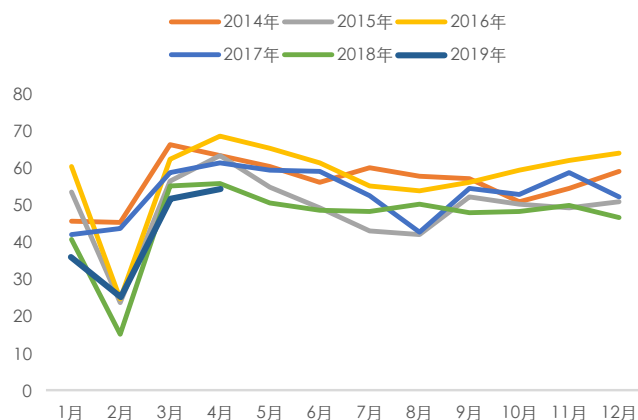
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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

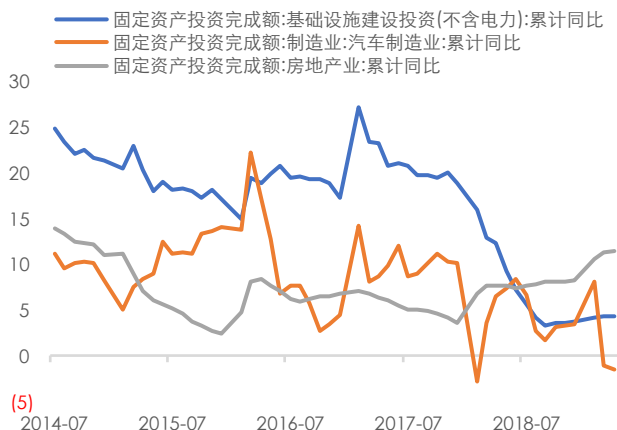


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.4 终端行业需求疲弱，未来增幅较悲观

2019年4月，房地产固定资产投资累计同比达11.5%，增0.1个百分点；汽车行业固定资产投资累计同比为-1.4%，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3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

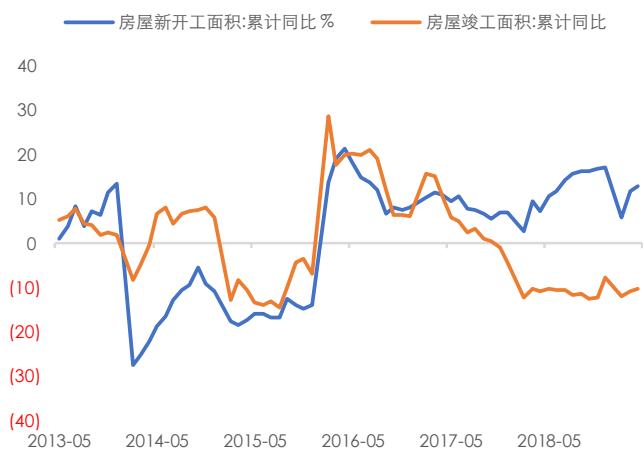


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

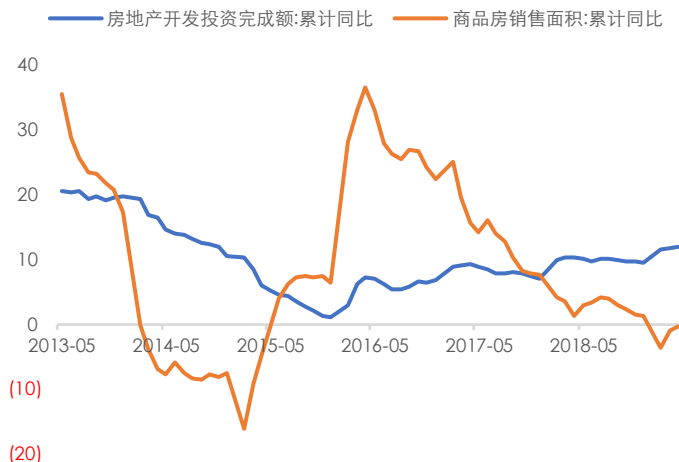
2019 年 4 月, 房屋新开工面积累计同比达 13.1%, 房屋竣工面积累计同比达-10.3%。房屋新开工面积及竣工面积累计同比均有所恢复。房地产开发投资完成额累积同比达 11.9%, 较 3 月上涨 0.1 个百分点, 商品房销售面积累计同比为-0.3%, 增 0.6 个百分点。锌一般用于房地产中后期, 竣工面积及销售面积同比的恢复, 会带动锌消费, 需求逐步好转。

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



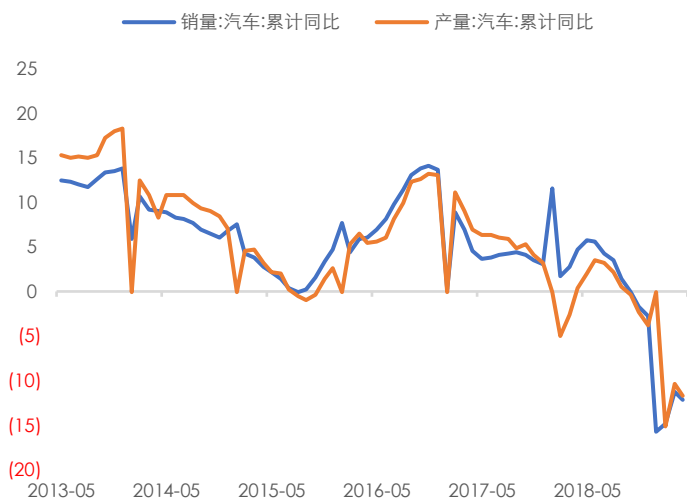
数据来源: Wind, 兴证期货研发部



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

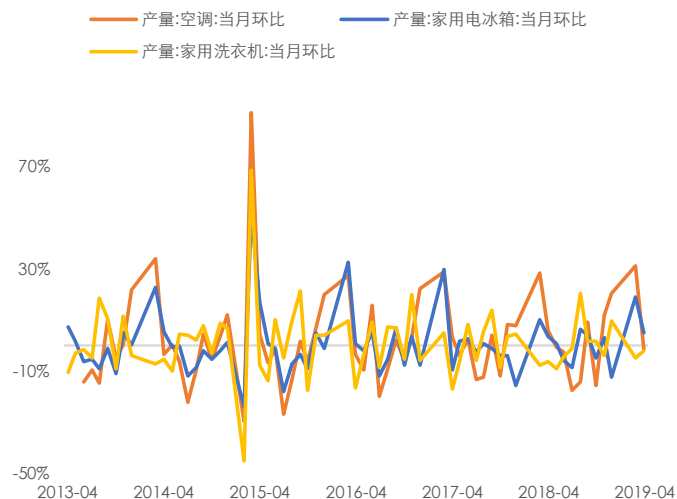
2019 年 4 月, 汽车销量累计同比为-12.12%, 下滑 0.8 个百分点, 产量累计同比为-11.8%, 减 1.4 个百分点。空调环比-1.8%, 大幅下滑, 洗衣机环比减 2.16%, 冰箱环比增 4.83%。家电行业 4 月环比均大幅下行, 需求转弱。

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

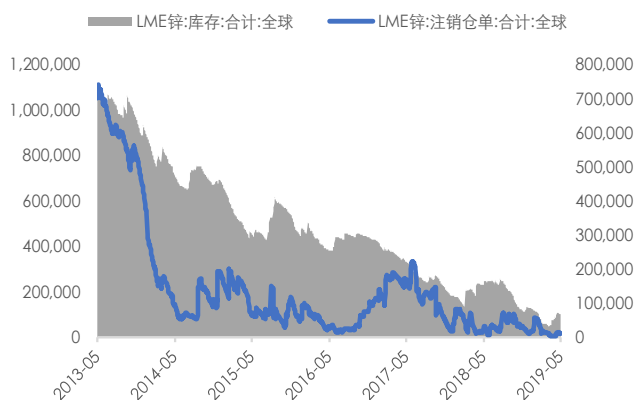


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 全球锌库存均处于历史低位

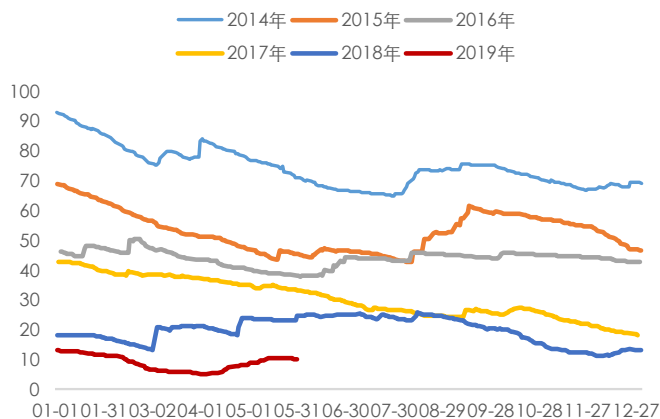
2019年5月31日, LME 库存较5月1日增长1.58万吨, 达10.08万吨, LME 累库速度放缓。上期所库存较月初减少1.04万吨, SMM 三地社会库存较月初减少2.61万吨。国内库存去库速度不及往年同期。目前 LME 库存均处于近几年低位, 但 SMM 库存较往年有所增加, 锌价承压下行。

图24:LME锌库存及注销仓单情况 (吨)



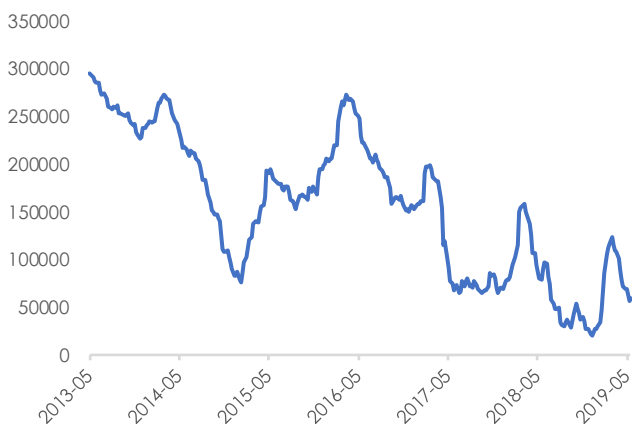
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25:LME库存情况 (吨)



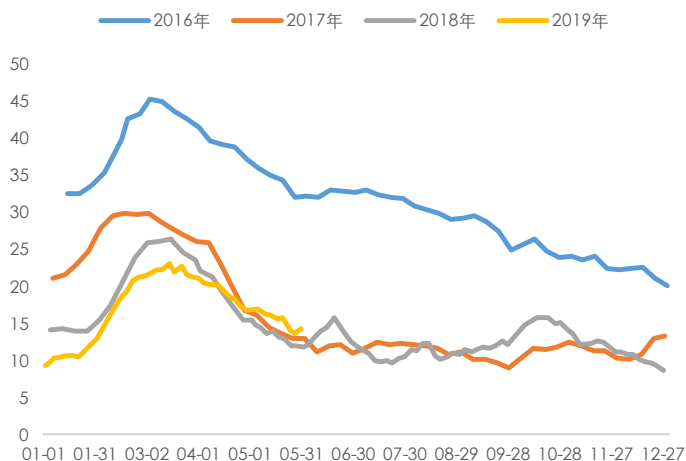
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



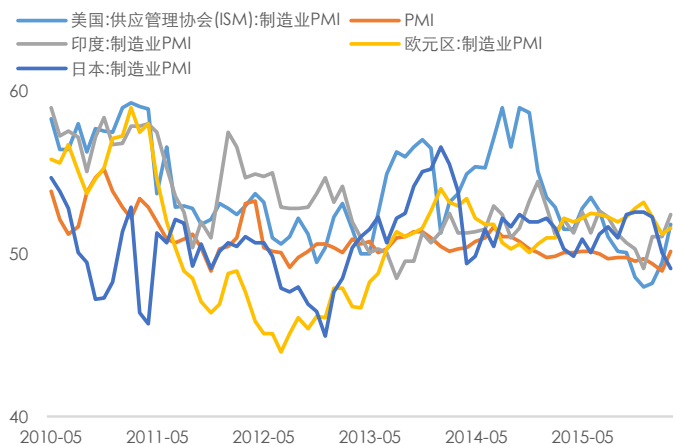
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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, 5 月达 49.4。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，4月锌锭产量同比有所回升。冶炼厂均逐步复产，预计在6月供给将逐步释放。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4月，压铸合金及氧化锌开工率仍不及去年同期，镀锌开工率达往年高位，但较三月有所下滑。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5月累库量有所放缓，目前已超过10万吨。国内锌锭库存难去库速度不及往年同期，且已超过往年。6月库存有望逐步增加，届时锌价下行风险大。

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。