

兴证期货·研发中心

2019年6月24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年上半年锌行情可分为两个阶段，第一阶段为年初至4月，主要以上涨为主，从月初的20440元/吨持续上涨超23000元/吨。第二阶段为4月至今，锌价呈持续下行，目前尚未跌破20000元/吨。

● 后市展望及策略建议

1. 锌精矿下半年增量有所释放：2017-2018的高位锌价给矿山带来巨额利润，2019上半年，尽管矿山利润有所下滑，但仍乐观。巨额利润使得矿山积极开采，预计全年锌矿增速达3%-4%。上半年国外洪水灾害以及国内的安全事故给锌矿产量带来冲击，产量增速较小。随着矿山复产，预计下半年增量将有所释放。

2. 锌锭供给较为乐观：加工费及锌价双重高位之下，冶炼厂利润处于历史高位，开工热情大涨。但一季度受环保及技改等影响，冶炼瓶颈难以突破，供给不足。随着冶炼瓶颈的突破，冶炼厂的复产，锌锭供给将大幅增加。国内增量有望达60万吨，供给较为乐观。

3. 初级消费表现各异：镀锌板、压铸合金及氧化锌的开工率在上半年表现分化，镀锌开工率较往年处于高位，压铸及氧化锌则表现较差。5月初级消费开工率均有所回落，预计下半年镀锌表现维持强势，压铸及氧化锌开工率将维持低迷。

4. 全球宏观消费面临下滑：中国方面，受到财政支出支撑，基建行业表现较为乐观，房地产有所恢复，镀锌消费有所好转。但汽车行业表现疲弱，氧化锌消费处于历史低位。全球方面，发达国家对锌锭需求较为有限，印

度则处于增长期。整体而言，锌终端消费增长有限。

中长期来看，全球锌矿供大于求，锌锭供需逐渐从紧平衡转宽松，锌价下半年将持续走低。但目前库存仍处于低位，其次市场对于锌价的想法较为一致，因此整个下行周期较长，下跌幅度较小，锌价将面临漫长的下跌行情。

● **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；
4. 锌矿供给不达预期。

目录

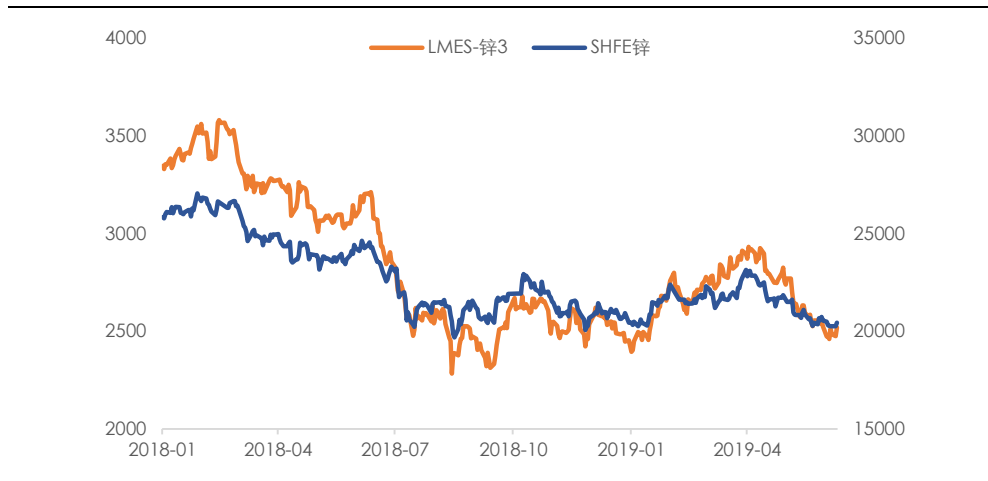
1. 2019 上半年行情回顾：一季度锌价大幅走高，二季度震荡下行	2
2. 供应端：锌矿产能释放、锌锭产量上行	2
3. 需求端：宏观经济疲弱，整体需求不振	11
4. 库存：中长期将逐渐垒库	15
5. 供需平衡表	16
6. 总结	17

1.2019 上半年行情回顾：一季度锌价大幅走高，二季度震荡下行

2018 年锌价从历史高位持续下跌，随后震荡整理。

2019 年上半年锌行情可分为两个阶段，第一阶段为年初至 4 月，主要以上涨为主，从月初的 20440 元/吨持续上涨超 23000 元/吨。一季度国内发生银漫矿业安全事故，内蒙古地区展开安全检查，对锌矿供给有所影响。国外方面，韩国锌业发生火情；澳大利亚昆士兰发生洪水灾害，一度中断 Dugald River 的生产，事件对锌矿及锌锭供给有所影响，供给释放不及预期，推动锌价上涨。第二阶段为 4 月至今，锌价呈持续下行，目前尚未跌破 20000 元/吨。

图 1：沪锌及伦锌价格走势（右轴：沪锌：元/吨；左轴：伦锌：美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 供应端：锌矿产能释放、锌锭产量上行

2.1 一季度全球锌矿增速超 2%，下半年产量将进一步释放

2019 年一季度，全球锌矿产量达 307.3 万吨，同比增加 2.17%，环比下滑 8.08%。我们此前在月报中预测今年锌矿增量在 4% 左右，从一季度的同比数据看，增量不及预期。从月度产量看，仅 2 月产量同比下滑较大，3 月产量大幅增加，达 109.33 万吨，同比增 10.28%，环比增 12.03%，达近 4 年内的高位。

根据锌市场的传导逻辑，锌价的上涨会推动锌矿的生产，同样锌矿的供应增加，传导至锌锭的供给增加，锌价下行。锌矿供给变化传导至锌锭，对锌价产生影响的周期在一年之内，而锌矿从开采到产能全部释放的周期据统计一般在 2-3 年左右。我们预计 2019 年矿山将逐步增产，2019 年中国锌矿产量增速较大，2020 年全球产量增速将达到近两年的峰值。锌矿产能未来两年的逐渐释放，致使供应过剩，对锌价施压，根据锌价传导周期，我们推测中长期内，锌价将继续

下行。

图 2: 全球锌精矿产量 (千吨)

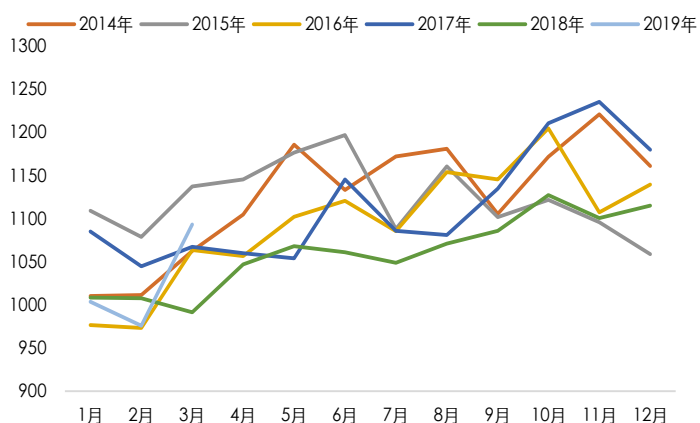
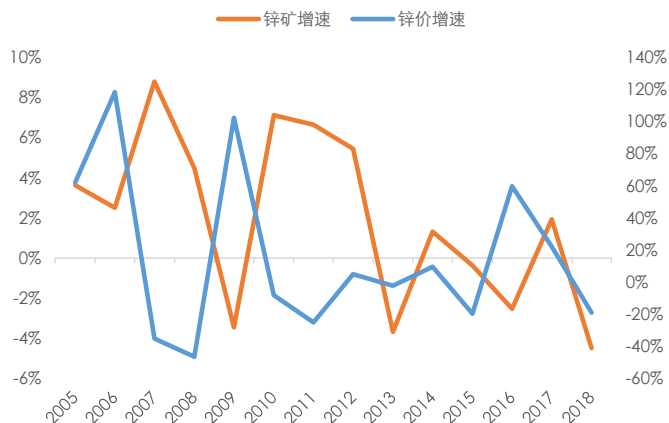


图 3: 全球锌矿产量增速及 LME 锌价增速



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 年一季度,全球前 15 矿业集团锌矿产量达 122.04 万吨,同比增 2.77%,占全球 39.75%,若剔除紫金收购的 Nevsun 产量,则一季度锌矿产量与去年同期几乎持平。

Teck 在年初公布的产量计划中下调其年度产量,尽管 Q1 产量下滑接近 9%,一季度仅完成计划产量 21%,预计后期锌矿供应将逐步增加。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,主要是由于收购了 Nevsun 的矿山所致,Nevsun 一年锌矿产量在 9 万吨左右,扣除其产量,紫金产量与去年持平。其毛利率不及去年同期,仅 57.82%,去年高达 72.44%。2019 年 1 月,Newmont Mining 收购了 Goldcorp,目前公司尚未公布其锌矿产量及产量计划,未能估计其今年产量情况。

从已经公布产量计划的公司看,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 Teck 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,其余矿企产量均在 20%左右,预计下半年全球锌矿产量将进一步释放。

表 1: 2019Q1 全球大型矿山产量增速达 2.77%

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	13.5	14.8	-8.78%	63.5	21%
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	5.2	4.8	8.33%	20.4	25%
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	-	-	-	16.6	-
13	Lundin	15.2	14.9	4.04	3.69	9.49%	15	27%
14	Trevali	14.7	17.9	4.56	4.48	1.79%	17	27%
15	Goldcorp	14.4	16.3	-	-	-	19	-
合计		507.81	527.85	122.04	118.75	2.77%	335.5	-

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

从已经公布产量的矿山看，一季度全球前十大矿山产量达 39.93 万吨，较去年同期增长 2.73%。嘉能可两座矿山增量较大，主要是其重新开启了 Mount Isa 的开采工作。红狗矿产量下滑超 9%，Pend 矿山产量小幅增加，对 Teck 整体产量有小部分补充。H2L 旗下两座矿山的合并产量为 17.5 万吨，去年同期为 20.6 万吨，同比下滑 3.1 万吨。从矿山维度看，今年一季度产量与去年同期几乎持平。

基于矿山及矿企的一季度锌矿产量情况，我们认为锌矿的增量将在下半年有所释放，预计增速调整至 3%-4% 左右。

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	H2L	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	H2L	17.7	14.7	20.41%	-	-	-
8	Penasquito	Goldcorp	16.5	16.3	1.23%	-	-	-
9	Tara	Boliden	15	13.1	14.50%	3.29	3.96	-16.92%
10	Cerro Lindo	Nexa Resources	15	15.6	-3.85%	3.2	2.75	16.36%
合计			285.9	278	2.84%	39.93	38.87	2.73%

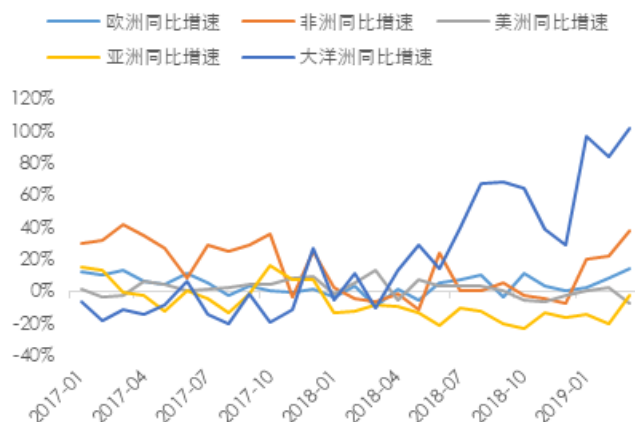
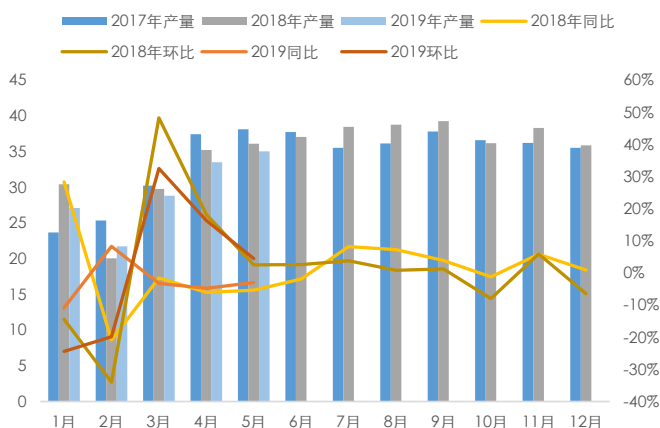
数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2.2 上半年国内锌矿产量下滑，下半年产能释放供给进一步增加

2019年1-5月，中国锌矿产量达146.33万吨，去年同期为151.66万吨，同比下滑3.51%。5月产量35.07万吨，同比下滑2.93%，环比增4.53%。尽管全球锌精矿产量小幅增加，但中国锌矿产量不及去年同期。全球主要增量在大洋洲及非洲。中国锌矿产量下行，受其影响，亚洲地区整体产量增速下滑。中国锌矿下滑的主要原因在于环保政策趋严，矿石品位下滑，以及一季度内蒙古发生安全事故，进行停工检修。

图 4：国内锌精矿产量（万吨）

图 5：锌精矿进口量（吨）



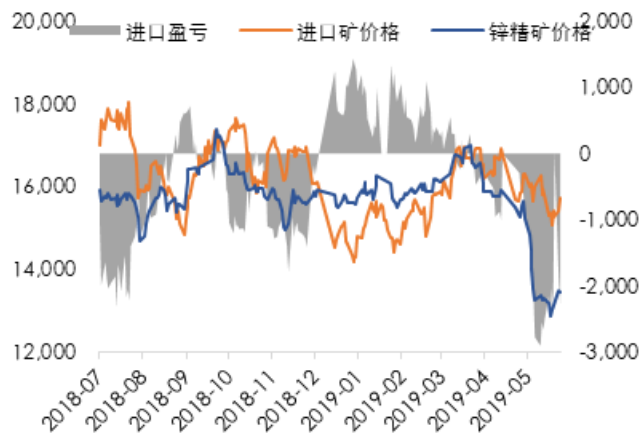
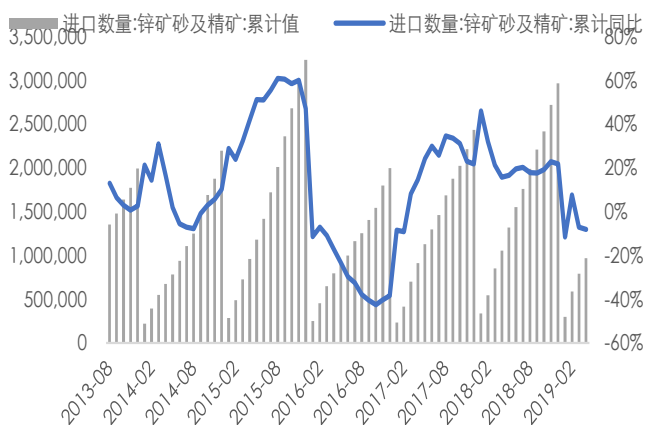
数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：Wind，兴证期货研发部

进口方面，1-4月中国锌精矿进口量达97.22万吨，累计同比减少7.99%。锌精矿1-2月进口盈利较大，较去年同期进口量有所增加，1-2月累计同比达7.71%。随着进口盈利转为亏损，进口量锐减，4月环比下滑11.38%，同比下滑12.09%。进入5月进口亏损进一步扩大，主要是国内锌矿价格下跌幅度大所致，预计5月进口量将有所下滑。进口量的下滑进一步说明，目前国内锌矿供给处于宽松状态。

图 6：中国锌精矿进口量及同比（吨）

图 7：锌精矿进口盈亏及锌矿价格（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

据 SMM 调研，2019 年国内新增锌矿产能达 11.8 万吨，占 2018 年总产量 2.67%，主要增量来自于内蒙古。3 月起内蒙古展开全面的安全检查和检修工作，对锌矿产量有所影响，因此上半年国内锌矿产量释放不达预期。随着内蒙古矿山复产，锌矿产量有望逐步释放，预计下半年锌矿供给仍偏宽松。

表 3：国内主要矿山新增扩建（万吨）

投产时间	企业名称	省市	2017 年增量	2018 年增量	预计 2019 年增量
2018	盛达金都矿业	内蒙古	0	0.2	0.6
2018	高尔奇	内蒙古	0	0.2	1
2018	金河矿业	广西	0	2	1
2018	国金矿业八岔沟西	内蒙古	0	0.7	2.2
2018	其他	全国	0	3	3
2018	伊春翠宏山铁锌矿	黑龙江	0	0	0.5
2017	博白澳通矿业	广西	0	0.2	0
2017	鸿鑫矿业牛苦头铅 锌矿	青海	0.1	1	1
2017	光大矿业	内蒙古	0.2	0.6	0.5
2017	银漫矿业	内蒙古	1.3	2	0
2017	国森矿业	内蒙古	5	0	0
2017	博强矿业	青海	0.2	0.2	0
2016	郭家沟	甘肃	0.5	1	1
2016	会东大梁	四川	1	1	1
	合计		8.3	12.1	11.8

数据来源：SMM、兴证期货研发部

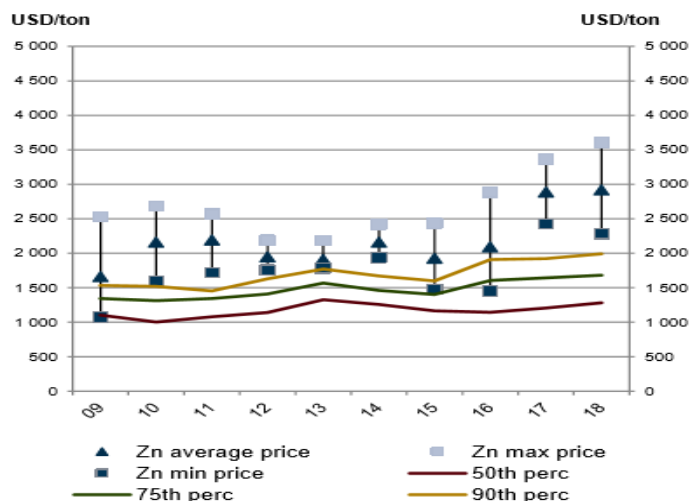
2.3 锌矿的高利润推动产量增长

2016，全球前五大矿企在锌矿项目新建及维系的资本支出上，较 2015 年减少 2.3 亿美元，2017 年资本支出有所上升，增加 1.8 亿美元。预计未来资本支出的增长，将进一步推动锌矿产量的增加。

2017 年以来，矿山现金成本远低于锌最低价，矿山利润较为丰厚。2018 年现金成本 90 分位线为 2000 美金/吨，而常用的 75%分位线为 1700 美金/吨左右。2018 全年锌均价在 3000 美金/吨左右，按照 75%成本分位线，矿山的利润高达 1300 美金/吨。高企的利润是推动矿山积极复产的主要因素。

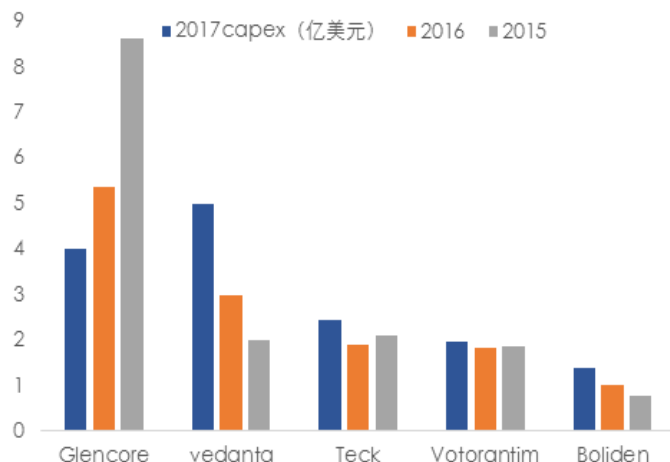
目前锌矿企业采矿的毛利较高，矿企加大对于锌矿项目的资本支出，下半年应重点关注大型矿企的现金成本及资本支出，锌矿开采的高利润推动锌矿产量，而资本支出的增长会进一步提升锌矿产能。

图 8：锌价及现金成本（美元/吨）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 9：大型矿企资本支出情况（亿美元）

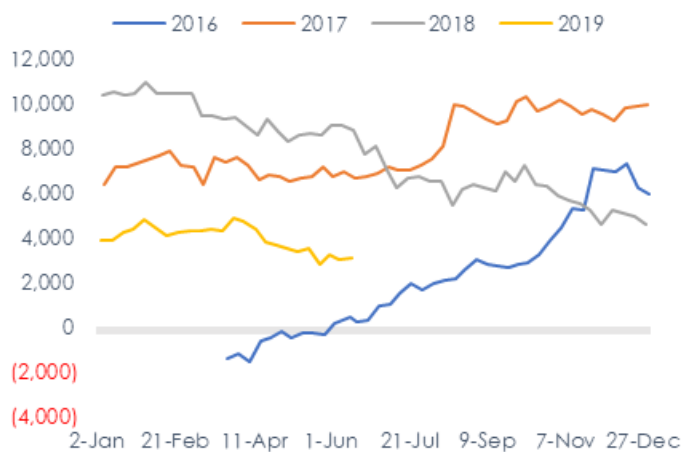


数据来源：公司公告，兴证期货研发部

受锌价下跌影响，2019 年上半年矿山利润有所下滑，目前矿山利润在 3000 人民币/吨左右。利润的下滑使得国内矿山增量释放不及年初预期，但目前矿山距盈亏平衡点仍有一定距离，减产可能性较小，预计未来矿供应仍偏宽松。

国内有色金属矿采选投资完成额累计同比呈负增长，4 月有色金属矿采选固定资产投资完成额累计同比为-5.4%，环比分别增 0.5 个百分点，同比增 12.1 个百分点，民间为-17.91%，环比增 3.9 个百分点，同比减 3.4 个百分点。矿山固定资产投资减少主要是受到环保政策趋严影响，尤其是中小型矿山，资金紧张无法满足目前的环保要求，不得不进行减产及停产。

图 10：中国矿山利润情况（人民币/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：有色金属矿固定资产投资完成额累计同比 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 冶炼瓶颈已打破，锌锭下半年供给宽松

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 96.61 万吨，同比减 2.91%。

冶炼厂方面，HZL 及 Teck 锌锭产量均有所下滑，主要是受到其锌矿产量下行影响。HZL 锌矿产量下滑 15%，Teck 锌矿下滑 7%。Nyrstar 受资金周转影响，在一季度面临破产清算，其锌锭计划产量下滑接近 5%。

表 4：2019Q1 全球大型冶炼厂产量减少 2.91%

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	106.4	101.8	24	25.2	-4.76%
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		648.6	635	96.61	99.51	-2.91%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2019 年 1-5 月，中国精锌产量达 224.77 万吨，同比减少 0.66%。一季度受到部分冶炼厂停工检修、搬迁以及环保问题影响，中国精锌产量有所下滑。进入二季度，株冶逐步复产，预计 6 月底能够满产，汉中锌渣问题逐步解决，预计十月锌渣处理系统全面上线，东岭及太丰也已逐步复产。从各大冶炼厂的复产情况来看，6 月锌锭增量在 2 万吨左右，而下半年大部分冶炼厂有望满产生产，下半年锌锭产量将大幅度增加。

图 12：国内锌锭产量（万吨）

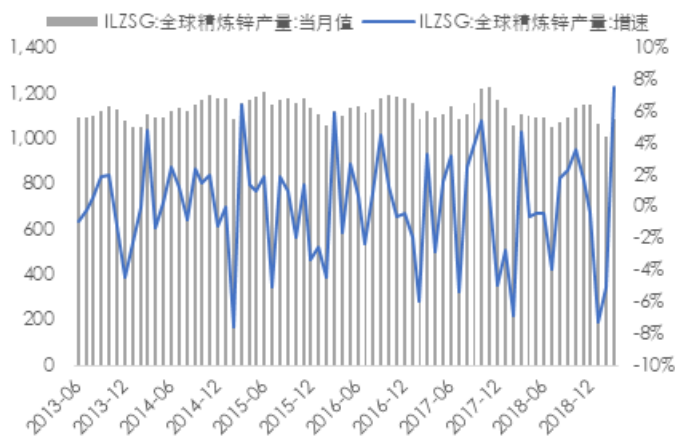
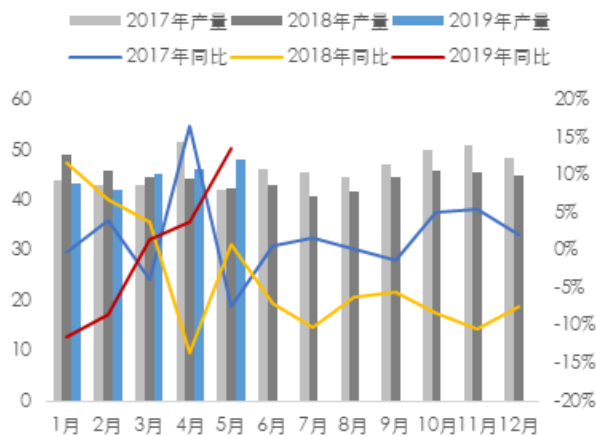


图 13：国内锌加工费情况（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

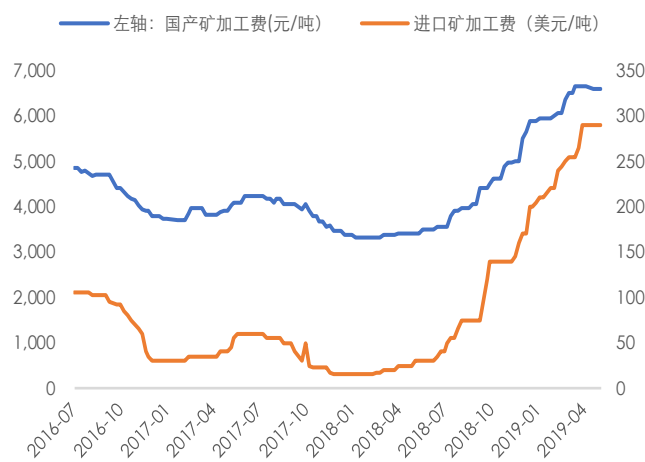
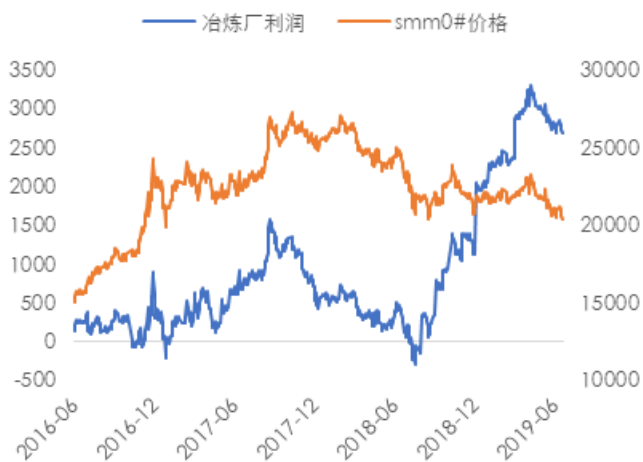
数据来源：SMM，兴证期货研发部

2019 年上半年，加工费高企，锌价仍处于高位，给冶炼厂带来较为丰厚的利润，4 月一度高达 3300 元/吨。随着锌价下行，冶炼厂利润有所下滑，但仍超 2500 元/吨。目前冶炼厂利润已居于近几年的高位，在巨额利润推动下，冶炼厂开工热情较高，锌锭下半年产量预计仍将持续增长。

冶炼厂原料库存相较于前两年处于高位，5 月原料库存达 46.4 万吨，锌矿供给宽松。国内前十大冶炼厂 1-5 月锌产量达 99.08 万吨，5 月总产量达 21.35 万吨，产能总计 25.42 万吨，5 月产能利用率高达 83.99%。主要是株冶逐步复产带来的增量，汉中由于锌渣处理问题，仍未满产。

图 14: 冶炼厂利润及锌锭价格 (元/吨)

图 15: 国产矿及进口矿加工费情况

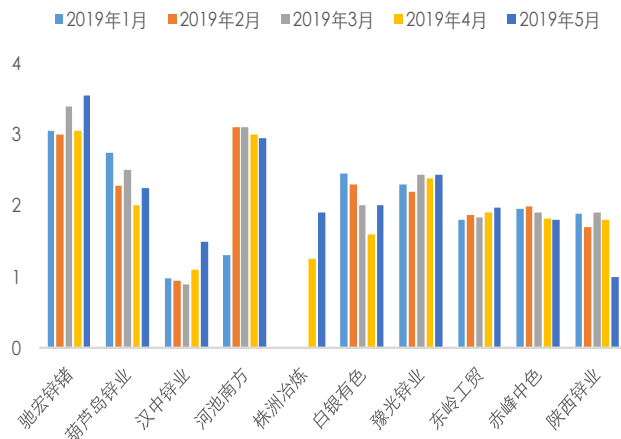
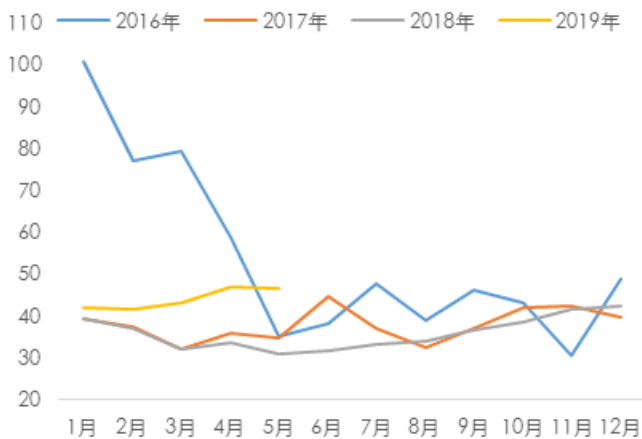


数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 16: 冶炼厂原料库存 (万吨)

图 17: 国内大型冶炼厂锌锭产量情况 (万吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 5：2019 上半年冶炼厂检修情况

检修月份	企业	影响产量 (吨)	备注
2019 年 1 月	南方有色	-13000	1 月锌锭产量 1.5 万吨
	湖南轩华	-2500	
3 月	云南罗平	-3000	
4 月	白银有色	-10000	
	四川四环	-4000	
5 月	驰宏锌诸	-9000	4-9 月影响产量共计 3.5 万吨
	江铜	-3000	检修 10 天, 4.30 恢复生产
	驰宏锌诸	-5000	
6 月	葫芦岛	-5000	4 月下旬开始检修 26 天
	西部矿业	-6000	预计 5 月产量 3000 吨
	株冶	0	基本满产
	文山锌铟	-500	短修, 影响产量 500 吨

数据来源：我的有色、兴证期货研发部

2.5 锌锭进口量关注汇率及内外市场强弱

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%。1-4 月精锌累计进口 21.83 万吨，累计同比增速高达 26.27%。

2019 年上半年，精锌进口长期处于亏损状态，且亏损较大，目前锌进口亏损缩窄至 700 元/吨左右，主要是受到挤仓影响，亏损有所缩窄。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。

长期来看，目前国内的锌锭产量释放预期乐观，国内没有必要强行打开进口盈利窗口，且目前进口锌亏损仍处于高位，我们认为后续进口锌增长的可能性较小，下半年主要仍以消化国内锌锭为主。

图 18：精锌进口盈亏及沪伦比值（左轴：盈亏：元/吨）

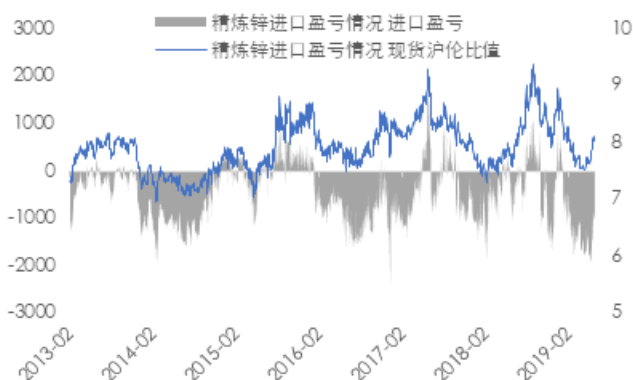


图 19：中国精锌进口量及同比增速（吨）



数据来源：兴证期货研发部

数据来源：兴证期货研发部

3. 需求端：宏观经济疲弱，整体需求不振

3.1 初级消费表现各异，预计镀锌消费乐观，压铸及氧化锌较差

中国是锌消费的主力，占比接近 50%。全球及中国锌下游初级消费主要为镀锌板，占比均超过 50%，其次是压铸合金和黄铜。受到国内环保政策以及全球经济疲弱影响，未来中国锌消费增速不乐观。

图 20：中国锌初级消费占比

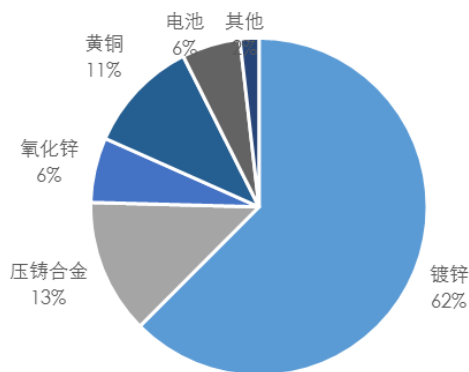
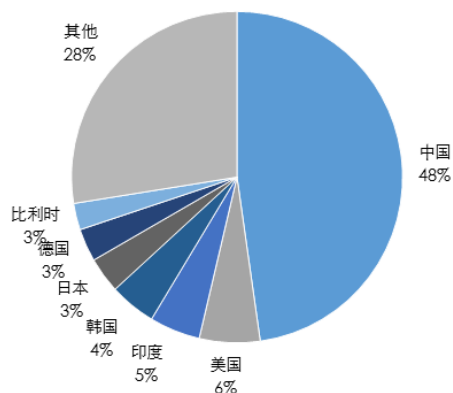


图 21：全球精锌消费占比



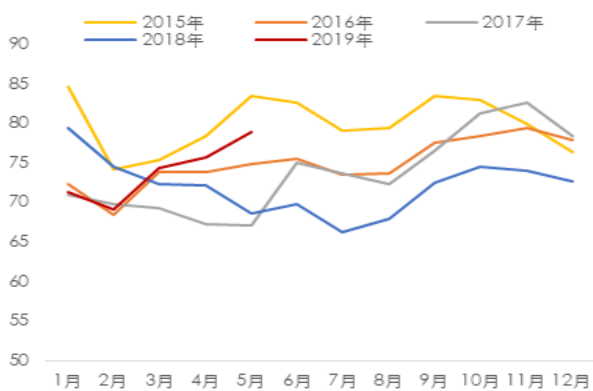
数据来源：兴证期货研发部

数据来源：兴证期货研发部

2019 年 5 月，镀锌合金开工率达 81.13%，环比下滑 5.7 个百分点；氧化锌开工率达 54.9%，环比减少 0.6 个百分点；压铸合金开工率达 47.14%，环比减少 7.4 百分点。镀锌、压铸合金、氧化锌开工率均不及去年同期，下游初级消费均出现回落，且不及往年同期。

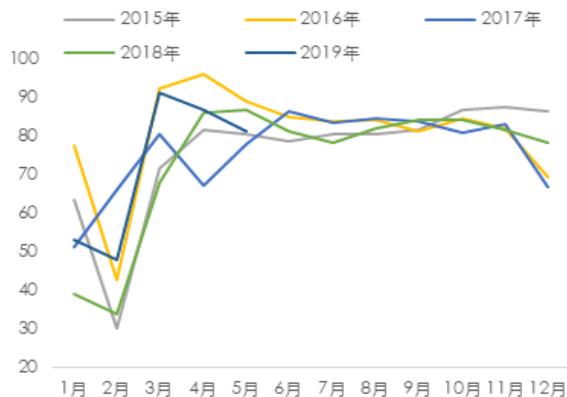
锌锭初级消费整体偏弱，但表现仍各有不同，镀锌开工情况略好于压铸及氧化锌。一是受环保影响，初级消费品生产均有不同程度受限，二是终端消费行业表现偏弱，影响对初级消费品的需求。我们判断，下半年锌锭初级需求维持目前水平或小幅走弱。

图 22：锌锭开工率 (%)



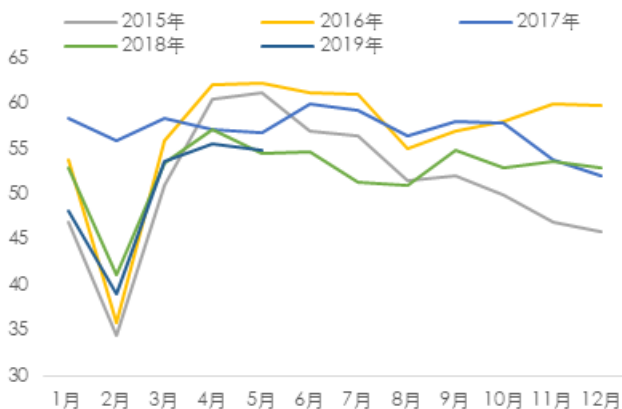
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：镀锌板开工率 (%)



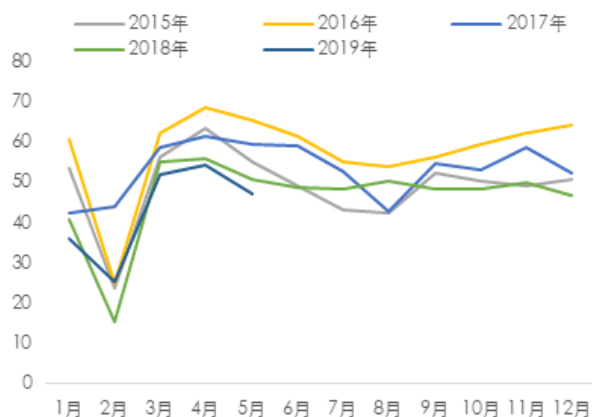
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24: 氧化锌企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 25: 压铸合金企业开工率 (%)



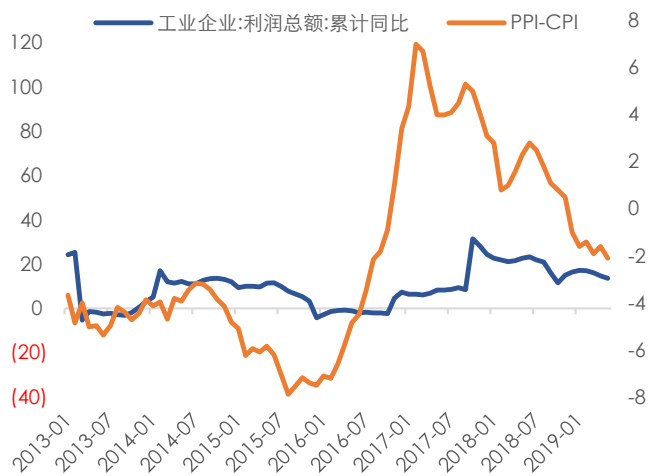
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2 中国终端行业消费呈分化，下半年消费亮点在基建

中国宏观经济需求疲软。PPI 反映了工业品价格的变化，而 CPI 反映消费品价格并影响着劳动者对劳动报酬的要求，因此 PPI 与 CPI 剪刀差一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。目前 PPI 及 CPI 剪刀差尾部向下，且呈负增长，未来工业企业利润增速也有所下滑，整体而言，工业企业盈利空间恐压缩。

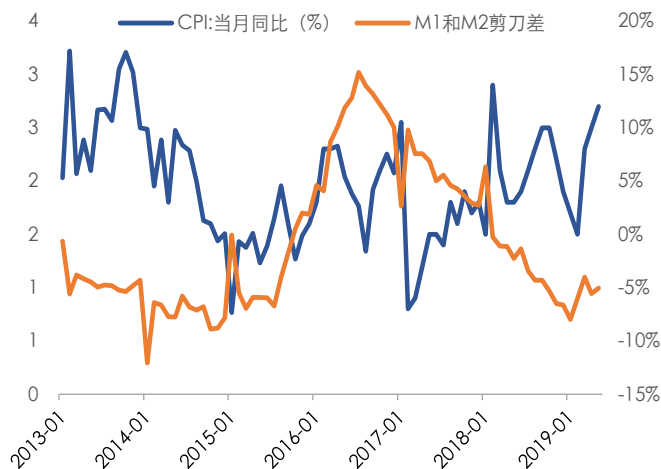
M2 和 M1 的差额主要是居民储蓄存款以及企业的定期存款，因此可以用来判断资金的活跃程度。M1 和 M2 的剪刀差为负时，往往对应通胀下行，经济增速放缓以及资产价格下跌。同时，M1 与 M2 剪刀差为负象征房地产销售回落，19 年上半年剪刀差小幅上行，上半年房地产新开工有所好转，尾部上翘，但目前仍处负增长，下半年房地产需求有望好转。

图 26: 终端行业消费占比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 终端行业固定资产投资情况 (%)

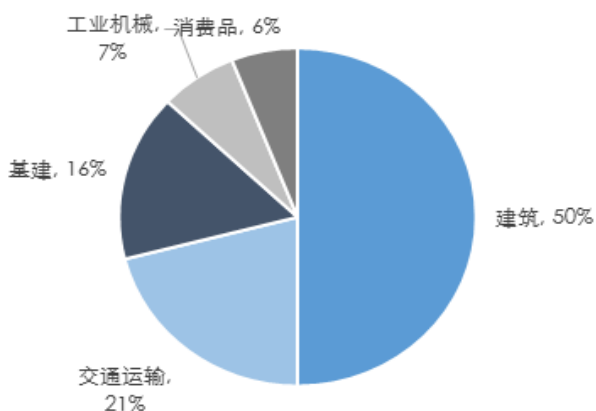


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

国内锌消费终端需求主要用于建筑、交运及基建行业，其中建筑业占比高达 50%，主要用于房地产中后期消费，其次为交运 21%及基建 16%。

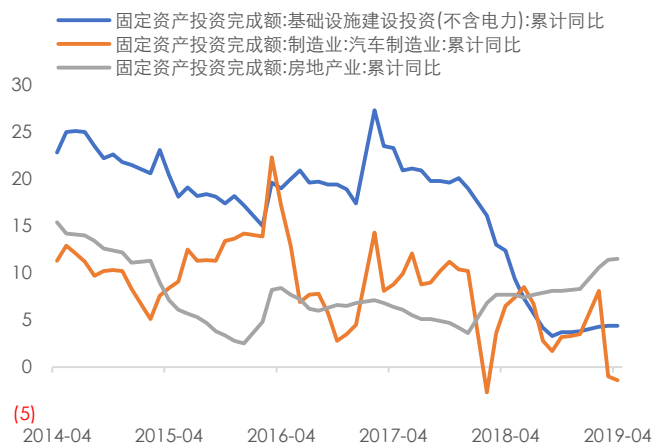
2019 年 4 月，房地产固定资产投资累计同比达 11.5%，增 0.1 个百分点；汽车行业固定资产投资累计同比为-1.4%，汽车投资呈负增长；基建行业固定资产投资累计同比达 4.4%，与 3 月几乎持平。整体而言，2019 年一季度，基建及房地产投资回暖，而汽车则开始呈负增长。进一步验证，今年宏观经济增长的亮点在基建及房地产行业，而汽车行业投资则下滑。

图 28: 终端行业消费占比 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 29: 终端行业固定资产投资情况 (%)



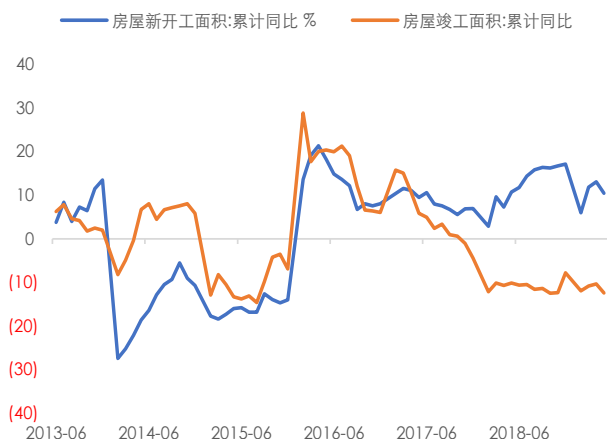
数据来源：Wind，兴证期货研发部

建筑行业对锌锭需求占比最大，受到国内限购以及房地产去库存影响，房地产开发投资完成额增速平稳，而销售面积同比增速持续下行，锌锭作为房地产行业后期消费品，受销售面积疲弱影响，预计未来消费较弱。2019 年 5 月，房屋新开工面积累计同比达 10.5%，房屋竣工面积累计同比达-12.4%。房屋新开工面积及竣工面积累计同比均有所回落。房地产开发投资完成额累积同比达 11.2%，较 4 月下滑 0.7 个百分点，商品房销售面积累计同比为-1.6%，下滑 1.3 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在 1-4 月有所恢复，但 5 月转为下行，房地产消费对锌的需求支撑不足。

2019 年 5 月，汽车销量累计同比为-12.95%，下滑 0.83 个百分点，产量累计同比为-16.4%，减 1.79 个百分点。今年汽车产销同比均出现大幅跳水，行业需求极度疲弱。

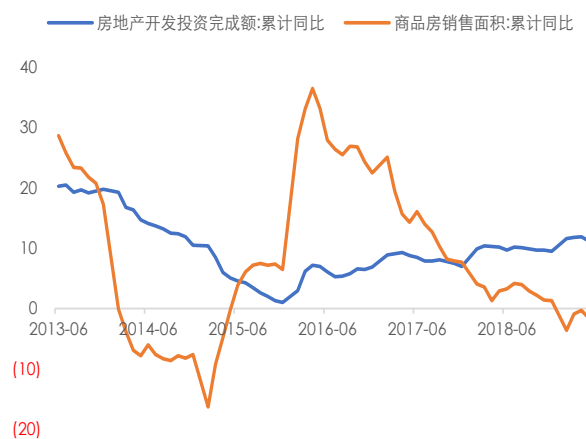
家电方面，5 月空调环比减-7.29%，大幅下滑，洗衣机环比增 5.23%，冰箱环比增 0.86%。下半年家电行业销量不容乐观。

图30:房地产新开工及竣工面积同比 (%)



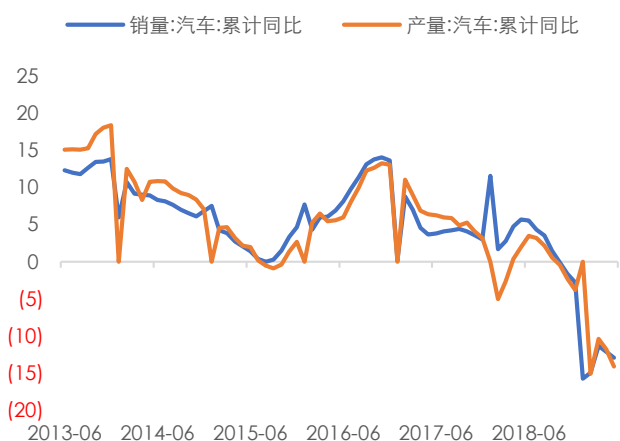
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图31: 房地产开发投资及销售面积同比 (%)



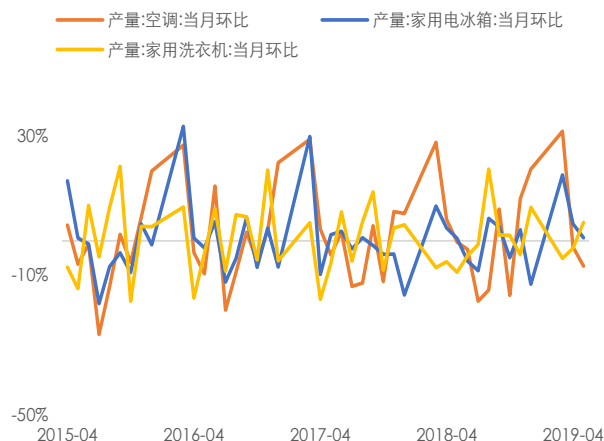
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 32: 汽车产销量累计同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 33: 家电产量当月环比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

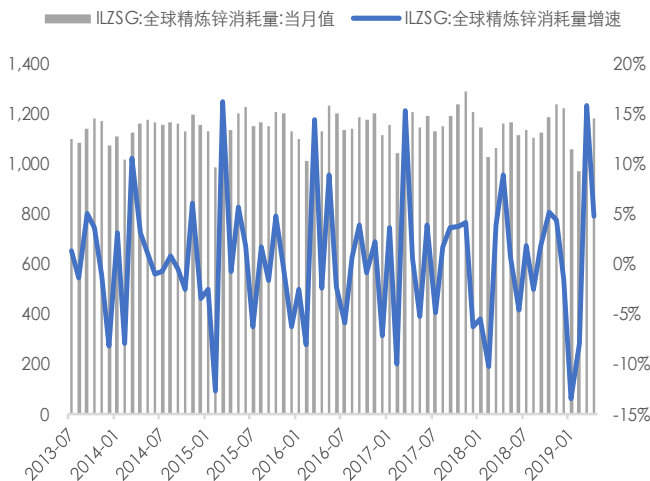
3.3 全球终端消费不乐观

1-4 月, 全球精锌消费量达 434.74 万吨, 同比下滑 1.23%。

美国、印度、日本及韩国锌消费量仅次于中国, 占比合计 18%。日本、印度 CPI 指数有所回升, 韩国及美国 CPI 均面临下行风险, 未来宏观消费面有所差异, 印度需求量将有所增加, 而发达国家对于锌需求量面临回落风险。

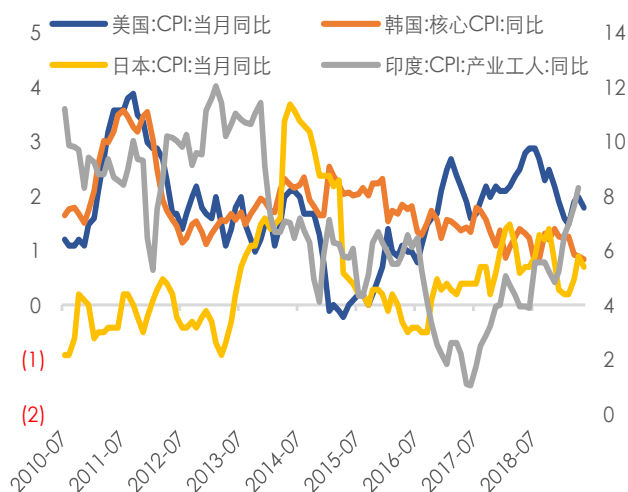
2019 年下半年锌消费走强可能性较小, 全球锌锭需求量或与去年持平。

图 34：全球精炼锌消费量及同比（千吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 35：各国 CPI 表现分化（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

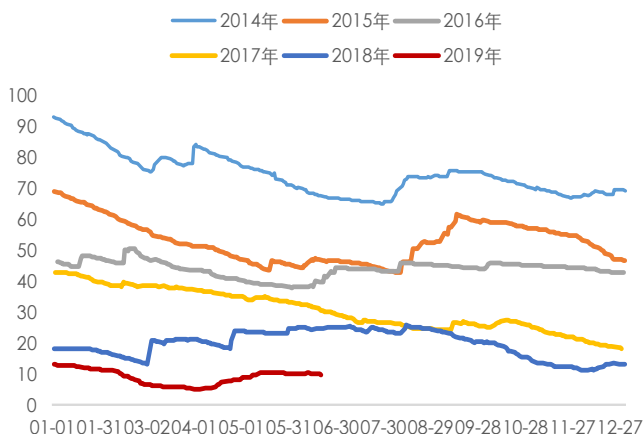
4. 库存：中长期将逐渐累库

尽管锌供给逐步增加，但库存仍处于历史低位。LME 锌库存目前位于近十年的低位，截至目前仅 9.72 万吨，而亚洲地区仅 850 吨，欧洲地区仅 5.23 万吨，北美洲仅 4.41 万吨。LME 库存经历第二季度的下跌后，目前逐步累积，随着锌供给增量释放，LME 将累库。

国内三地库存已开始逐步累积，与去年同期几乎持平，在 15 万吨左右。保税区库存进入 5 月后有所下滑，目前在 9 万吨左右，随着进口锌流入市场，预计保税区库存累积有限。

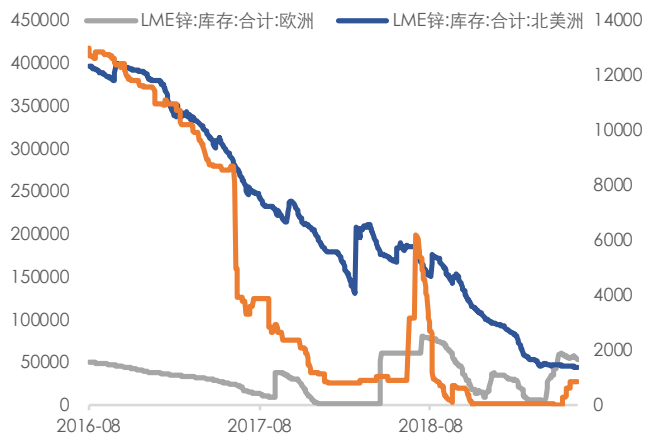
库存从 5 月开始，逐步累积，一改此前不断下行趋势，对目前锌价施压。未来随着锌矿及锌锭供给的增长，以及消费面的疲软，我们预判中长期将逐步累积。

图 36：LME 锌库存仍处于历史低位（万吨）



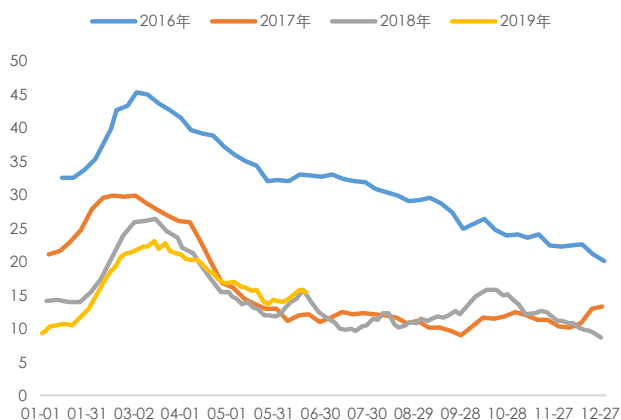
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 37：LME 锌库存分洲情况（吨）



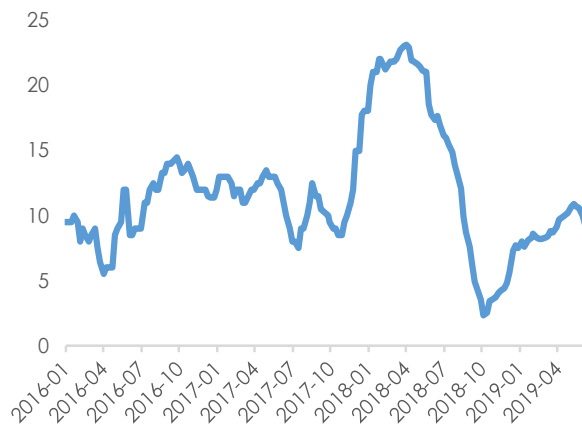
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 38: SMM 三地库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 39: 上海保税区库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. 供需平衡表

中国及海外锌精矿供需将转向宽松, 预计明年供给略有过剩。而精炼锌方面, 随着锌锭产量供给的增长, 以及需求端的疲软, 预计未来全球精锌供给偏宽松。

表 6: 中国锌精矿供需平衡表

	锌精矿产量	锌精矿进口量	锌精矿需求量	供需平衡
2016 年	430.0	99.9	574.9	-45.0
2017 年	410.7	121.8	585.6	-53.2
2018 年	415.8	148.4	566.9	-2.7
2019E	432.4	150.0	574.2	8.2

数据来源: Wind、兴证期货研发部

表 7: 全球锌精矿供需平衡表

	锌精矿产量	锌精矿需求量	供需平衡
2016 年	1202.0	1291.3	-89.3
2017 年	1256.0	1287.1	-31.1
2018 年	1273.3	1259.7	13.6
2019E	1324.2	1319.7	4.6

数据来源: Wind、兴证期货研发部

表 8: 全球精炼锌供需平衡表

	精炼锌产量	精炼锌需求量	精炼锌供需平衡
2016 年	1365.4	1370.7	-5.3
2017 年	1370.8	1386.5	-16.5
2018 年	1326.0	1371.5	-45.6
2019E	1396.0	1392.1	3.8

数据来源: Wind、兴证期货研发部

表 9：中国精炼锌供需平衡表

	精炼锌产量	进口量	精炼锌需求量	供需平衡
2016 年	583.7	50.6	665	-30.7
2017 年	578.2	76.6	690	-35.2
2018 年	556	71.5	655	-27.5
2019E	620	60	668	12
2019Q1	148	11	161	-2
2019Q2	153	13	164	2
2019Q3	158	16	169	5
2019Q4	161	20	174	7

数据来源：Wind、兴证期货研发部

6. 总结

1. 锌精矿下半年增量有所释放：2017-2018 的高位锌价给矿山带来巨额利润，2019 上半年，尽管矿山利润有所下滑，但仍旧乐观。巨额利润使得矿山积极开采，预计全年锌矿增速达 3%-4%。上半年国外洪水灾害以及国内的安全事故给锌矿产量带来冲击，产量增速较小。随着矿山复产，预计下半年增量将有所释放。

2. 锌锭供给较为乐观：加工费及锌价双重高位之下，冶炼厂利润处于历史高位，开工热情大涨。但一季度受环保及技改等影响，冶炼瓶颈难以突破，供给不足。随着冶炼瓶颈的突破，冶炼厂的复产，锌锭供给将大幅增加。国内增量有望达 60 万吨，供给较为乐观。

3. 初级消费表现各异：镀锌板、压铸合金及氧化锌的开工率在上半年表现分化，镀锌开工率较往年处于高位，压铸及氧化锌则表现较差。5 月初级消费开工率均有所回落，预计下半年镀锌表现维持强势，压铸及氧化锌开工率将维持低迷。

4. 全球宏观消费面临下滑：中国方面，受到财政支出支撑，基建行业表现较为乐观，房地产有所恢复，镀锌消费有所好转。但汽车行业表现疲弱，氧化锌消费处于历史低位。全球方面，发达国家对锌锭需求较为有限，印度则处于增长期。整体而言，锌终端消费增长有限。

中长期来看，全球锌矿供大于求，锌锭供需逐渐从紧平衡转宽松，锌价下半年将持续走低。但目前库存仍处于低位，其次市场对于锌价的看法较为一致，因此整个下行周期较长，下跌幅度较小，锌价将面临漫长的下跌行情。

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。