

2019年12月27日 星期五

累库积压&需求托底

锌价以震荡下跌为主

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105



要点

●基本面看，近年仍处于全球锌矿投产周期中，预计2020年国外锌矿供应或将进一步增加70万吨左右，国内锌矿产出有望增加10-15万吨，锌矿偏宽松的格局不改。

●在矿企成本端尚未受到明显冲击前，较高的锌矿加工费仍有望延续。在高利润模式驱动下，精炼锌产量或维持高水平。2020年全球锌消费增量将远远不及供应的增量，预计全球精炼锌供需或由短缺转为过剩，尤其是国内，锌锭何时累库是2020年关注的焦点，同时需要关注冶炼企业对锌合金生产比例的调整情况。

●2020年锌终端消费仍存韧性，国内逆周期政策将进一步加码，若基建投资发力，或带动锌需求好转，托底锌价。整体来看，锌市走势以震荡下跌为主，预计2020年沪锌运行区间在16000-20000元/吨，伦锌运行区间在1900-2700美元/吨。

操作建议：以空头思路为主

风险提示：基建需求推动超预期，宏观风险事件

目录

一、锌市场行情回顾	4
二、锌基本面分析	4
1、2020 年海外锌矿新增产能预计 70 万吨，国内 10 万吨左右	4
2、加工费高企，矿企利润压缩	6
3、冶炼企业利润高企，中国贡献 2019 年全球锌锭增量	7
4、锌矿进口增加，精炼锌进口减少	9
5、初段消费表现分化	10
6、终端消费	11
6、2020 年累库预期增强	13
三、总结与后市展望	15

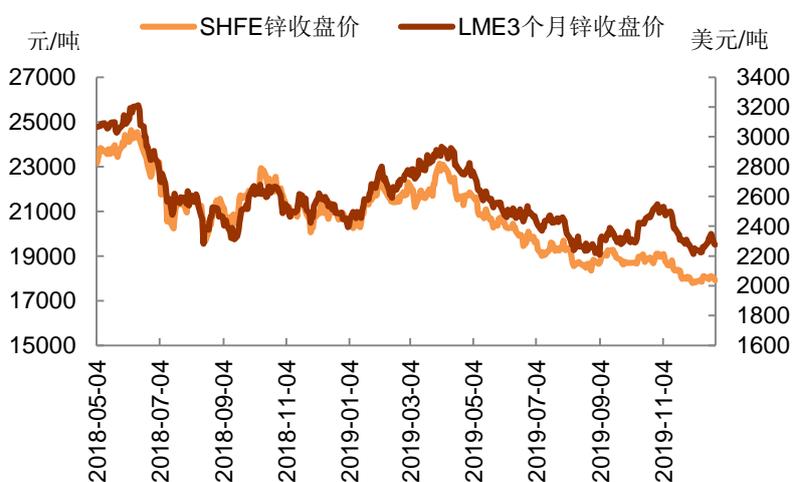
图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	4
图表 2 近三年海外矿山增量情况	5
图表 3 全球锌矿产量及年增速	5
图表 4 国内锌矿产量及年增速	6
图表 5 国内外加工费大幅上涨	6
图表 6 全球锌矿成本曲线	6
图表 7 中国锌矿成本曲线	6
图表 8 国内冶炼企业利润高涨	7
图表 9 国内精炼锌产量节节攀升	7
图表 10 2019-2020 年海外部分企业冶炼产出变化（万吨）	8
图表 11 2018-2020 国内精炼锌新增产能（万吨）	8
图表 12 全球精炼锌产量增加	9
图表 13 中国贡献了全球精炼锌大部分增量	9
图表 14 2019-2020 年全球锌市供需平衡表	9
图表 15 国内锌市供需平衡表	9
图表 16 锌矿进口量累计同比增加	10
图表 18 精炼锌进口多处于亏损状态	10
图表 17 精炼锌进口量累计同比减少	10
图表 19 锌矿进口依存度有所抬升	10
图表 20 镀锌板出口增加	11
图表 22 压铸锌企业开工率	11
图表 21 镀锌企业开工率	11
图表 23 氧化锌企业开工率	11
图表 24 逆周期加码，2020 年基建有望前高后低	13
图表 25 房地产维持强韧性	13
图表 26 汽车产销同比降幅收窄	13
图表 27 白色家电表现不一	13
图表 28 上期所锌库存	14
图表 29 LME 锌库存降至九年低位	14
图表 30 社会锌锭库存累库低于预期	14
图表 31 保税区库存多位于 10 万吨下方	14

一、锌市场行情回顾

2019年沪锌整体呈现冲高回落走势。年初沪锌指数延续了2018年年底的跌势，小幅下探至19729元/吨的低点。此后在国内采取了包括降准在内的一系列宽松政策，以及美联储释放降息预期之后，锌价开始企稳回升，一路上行，在4月初达到年内高点23027元/吨，也是自2018年8月以来的新高。此后，随着国内锌冶炼厂开工逐渐回升，新产能的陆续投放，锌价开启单边下行走势至8月底。9月初，锌价在泰克冶炼厂事故消息影响之下，价格逐步震荡上行，同时国内锌锭库存累库不及预期也起到助涨作用。锌价一度反弹至19376元/吨，9月下旬，随着国内锌锭库存回升，锌价再度回落，行至18500元/吨附近跌势放缓。随后锌价基本处于18500-19300的区间内波动。但进入11月，锌价走出流畅下跌的行情，主要受反弹美元压制及市场担忧基本面供需格局弱化的影响，月中伴随着伦锌几度交仓，市场之前担忧挤仓的情绪集中释放，沪锌跟随伦锌不断下跌，跌破万八一线，并于12月初跌至三年新低点17611元/吨，随后止跌围绕万八一线修整。伦锌走势较沪锌相似，但盘中波动幅度大于沪锌。于4月初触及年内高点2958美元/吨，9月初跌至年内低点2190美元/吨。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

二、锌基本面分析

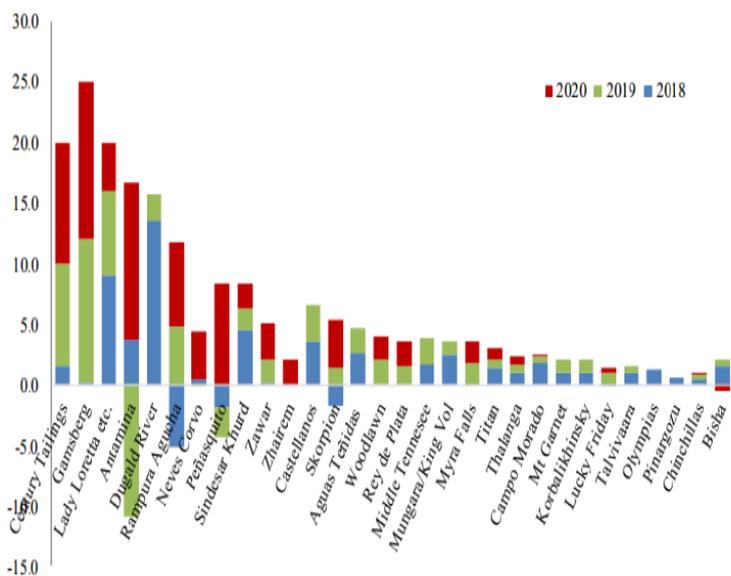
1、2020 年海外锌矿新增产能预计 70 万吨，国内 10 万吨左右

2017年以来随着国外锌矿山复产以及新增产能开始释放，2018年国外矿山产量增加40万吨。自2018年下半年以来，全球锌矿由紧缺态势开始转向宽松。2019年，海外矿主要的增量

来自于韦丹塔、嘉能可、五矿、新世纪资源等矿业巨头。预计增量为40万吨，低于年初预计的70万吨，但锌矿整体偏宽松的格局不改。

2020年国外锌矿供应或将进一步增加70万吨左右，其中包括Vedanta旗下的位于南非的Gamsberg 矿山、印度的Rampura Agucha 矿山、新世纪资源公司旗下Century Tailings、嘉能可公司旗下Lady Loretta 以及Boliden公司旗下的Garpenberg。

图表 2 近三年海外矿山增量情况



图表 3 全球锌矿产量及年增速

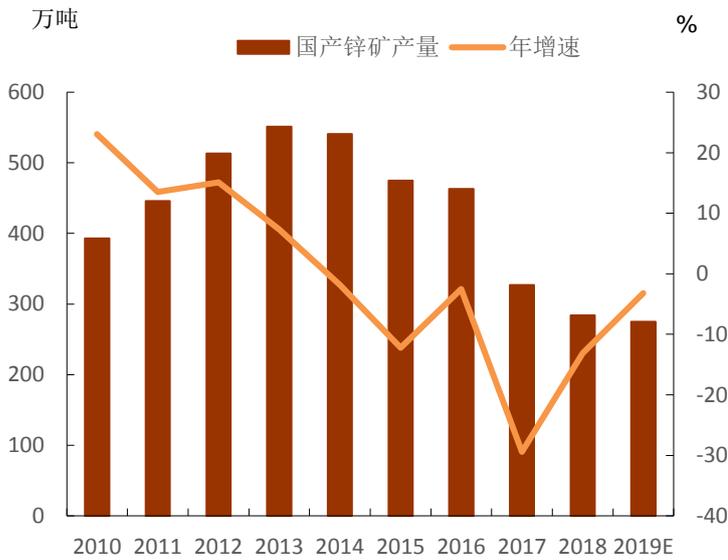


数据来源：安泰科，ILZSG，Wind

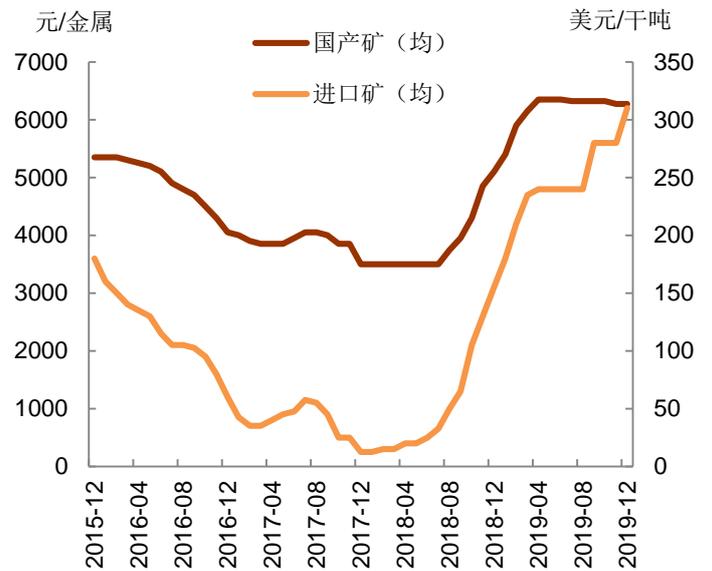
从国内锌矿供应表现来看，近两三年锌矿产出恢复相对缓慢，主要受环保逐渐趋于严格及矿山事故不断的影响。2019年年初的银漫发生事故，接着翠宏山矿业发生透水事件，9月内蒙某矿山事故引发安全检查，10月末，广西南丹某铅锌矿再次发生安全事件等。2019年锌矿增量部分主要还是来自内蒙和广西，湘西地区原计划三季度可获得相关许可逐步转入正常生产，但截至3季度末，相关手续仍在办理，投产时间将推迟。因此我们估计2019年国内锌矿增量约5万吨，低于年初预期的10万吨。随着矿山整改基本结束，以及新增产能的逐渐释放，2020年国内锌矿产出有望增加10-15万吨，矿企产能释放压力较大。

从国内外锌矿加工费的表现看，佐证了锌矿的供应充裕态势。自2018年6月起，锌矿加工费开启了一轮大幅上行之势。年末，国内矿企因天气转冷部分关停加之部分常规检修，且炼厂因冬储增加锌精矿需求，矿企逐步掌握了主动权，加工费有所下调，而国外加工费则维持涨势。据SMM数据显示，12月国产锌矿加工费主流报价为6050-6500元/吨，进口矿加工费主流报价为290-330美元/吨。展望未来，当矿企成本端尚未受到明显冲击前，较高的锌矿加工费仍有望延续。

图表 4 国内锌矿产量及年增速



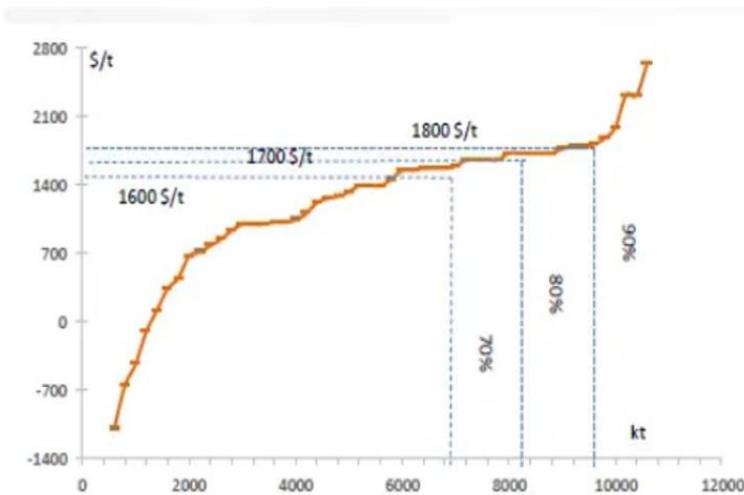
图表 5 国内外加工费大幅上涨



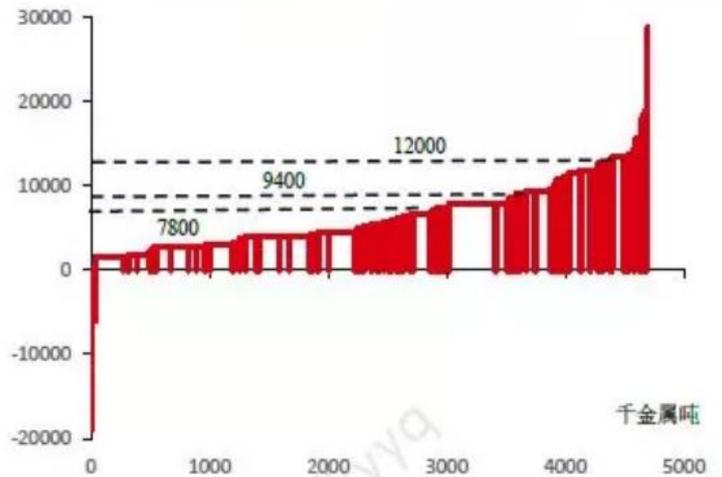
数据来源: SMM, Wind

2、加工费高企，矿企利润压缩

图表 6 全球锌矿成本曲线



图表 7 中国锌矿成本曲线



数据来源: SMM, AME

锌价涨跌而加工费不断上涨，压缩了国内外矿企利润。从国内外矿山的成本表现来看，国外锌矿山90%成本线落在1800美元/吨附近。同时，近几年新投产的矿山，如Century Tailing、Gamsberg等等，其成本更低，基本在1500美元/吨以下。国内主流矿山的采选总成本为8000-10000元/吨，部分矿山高成本为11000元/吨左右。故当锌价尚处于1800美元/吨上方运行时，国外矿山的生产动力仍在。国内锌矿加工费实行2:8分成，超过15000元/吨的部分，冶炼厂分2成，锌矿企业分8成。若锌矿加工费维持于当前的高位，当锌价跌至17000-17500元/吨时，

国内部分矿山的利润将被挤压至基本为0。

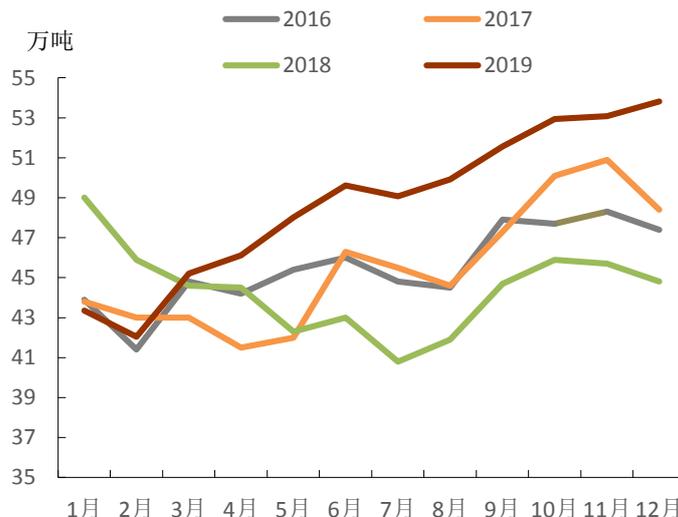
故我们预计，当海外锌价跌至1700美元/吨，国内锌价至 16000 元/吨时，可能会迫使部分矿山再次开始减停产，或锌产业链利润重新分配，加工费下调，部分产业链利润从冶炼端部分转移至矿山端，以维持矿山正常生产。

3、冶炼企业利润高企，中国贡献 2019 年全球锌锭增量

图表 8 国内冶炼企业利润高涨



图表 9 国内精炼锌产量节节攀升



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源

今年以来，随着加工费不断上涨，冶炼企业利润一度攀升至2000元/吨的高位，在高利润模式驱动下，年中前冶炼瓶颈提前突破。二三季度，株冶完成搬迁后的新产能投产，汉中一条产线的恢复，湖南花垣、三立等冶炼厂也逐步复产，文山锌镉产能释放并逐步满产、湘西地区冶炼厂复产。同时，正常生产的企业也加大生产力度，推后检修或取消常规检修。两种因素共同作用，使得国内精炼锌产出不断走高，国内大型锌冶炼厂产能利用率接近峰值。据SMM数据显示，1-12月份累计产量预计达到584.5万吨，同比增加9.66%。

当矿企成本端尚未受到明显冲击前，较高的锌矿加工费仍有望延续，冶炼企业利润将维持高水平，预计2020年大部分冶炼企业可能会在现有产能中满负荷生产。目前汉中锌业生产已经恢复正常，2020年将贡献大部分增量；中金岭南丹霞炼厂及陕西锌业突破产能瓶颈；紫金矿业计划在2020Q2建设10万吨锌冶炼项目。整体看，预计2020年国内冶炼有望较2019年进一步增加30万吨左右。

国际铅锌研究小组数据显示，2019年10月全球锌市转为供应过剩7,300吨,1-10月全球精炼锌累计产量为117.65万吨，同比增加2%。1-10月全球锌市供应短缺降至15.2万吨，去年同期为34.3万吨。2019年全球精炼锌产出增长主要受中国冶炼厂贡献增量，而海外部分增量不及预期，主要因海外供应干扰因素较多。年初韩国锌业由于变压器故障导致出现小型火灾；

3月中旬，Nyrstar公司的债务偿还问题一度引发市场对其供应的担忧；8月Teck Resources旗下位于加拿大的Trail项目的锌精炼厂电力设备发生故障，影响产量2-3万吨；韦丹塔旗下的Skorpion冶炼厂于11月初开始进行检修，长达6个月，影响产量5万吨。

展望2020年，根据安泰科的数据显示，Hindustan Zinc的精炼锌产出将回升，同时高丽亚铅的Townsville，美国的Mooresboro和墨西哥的Torreon等也有望于2020年实现增量，预计总体产能将增加在20万吨左右。

图表 10 2019-2020 年海外部分企业冶炼产出变化（万吨）

国家	企业	新增产能	2019 年产量变化	2020 年产量变化	备注
印度	印度斯坦锌		5	4	原料供应增加
韩国	高丽亚铅	5		2	Korea Zinc 增产
加拿大	CEZ	8	-1		产量下调
墨西哥	Penoles	12	8	4	Torreon新增产能
美国	AZR	15	0	9	马头公司复产
法国/比利时	Nyrstar	0	-3	5	减产
秘鲁	Nexa	1	1	0	Cajamarquilla 产能恢复
俄罗斯	UMMC	-9.5	-8		Electrozinc 全面停产
加拿大	泰克资源		-2.5		检修 20 周
纳米比亚	韦丹塔		-1.4	-2.6	skorpion 检修 6 个月
	合计	23.5	-1.9	21.4	

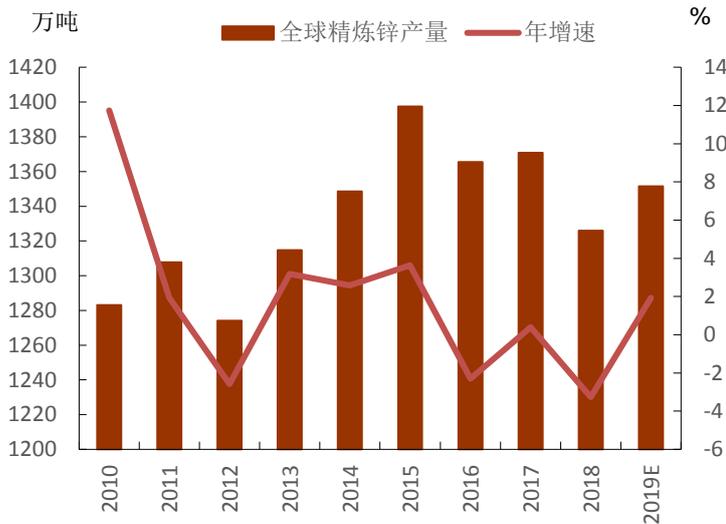
数据来源：安泰科

图表 11 2018-2020 国内精炼锌新增产能（万吨）

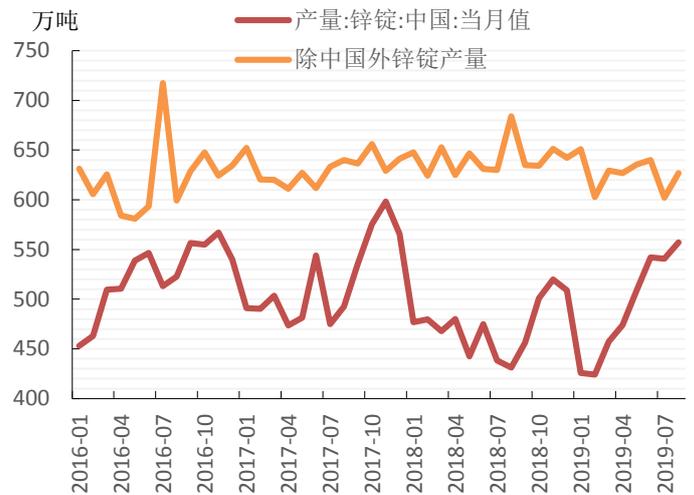
企业名称	原产能	新投产	投产时间	备注
紫金锌业	0	10	2020Q2	在建
四环锌锗	17	5	2018Q3	已达产
文山锌铟	2	8	2018.11	已达产
汉源俊磊锌业	5	4	2019.3	达产中
汉源源富锌业	2	2	2020	计划投产
凉山索玛	5	5	2022	在建
葫芦岛锌业	39	10	2020	产能置换
祥云飞龙	18	30	2022	筹建
山东恒邦冶炼	0	2	2019Q3	达产中

数据来源：SMM

图表 12 全球精炼锌产量增加



图表 13 中国贡献了全球精炼锌大部分增量



数据来源: ILZSG, Wind,

注: *表示为预估值

图表 14 2019-2020 年全球锌市供需平衡表

	2017 年	2018 年	2019 年*	2020 年*
锌矿供应	1277.5	1303	1302	1364
增速	-0.2%	2%	2%	4.7%
精锌产量	1321.9	1342	1349	1399
增速	-2.42%	1.40%	2.5%	3.7%
精锌需求	1368.7	1374	1367	1380
增速	0.09%	0.40%	-0.1%	0.9%
精锌平衡表	-46.8	-32.2	-17.8	19.2

数据来源: ILZSG 注: *表示为预估值

图表 15 国内锌市供需平衡表

	2017 年	2018 年	2019 年*	2020 年*
精锌产量	670	640	675	695
精锌需求	677	665	670	677
精锌平衡表	-7	-15	5	18

数据来源: ILZSG, Wind, SMM

4、锌矿进口增加，精炼锌进口减少

进出口方面，今年国内矿山增产恢复较不理想，且冶炼厂开工意愿不减，进而带动进口精矿量增加。海关数据显示，2019年1-11月锌矿累计进口量为286.0434万吨，累计同比增

5.06%。2020年随着海外矿进一步释放，进口量或进一步增加。

今年精炼锌进口窗口大部分时间都处于关闭状态，海关数据显示，2019年1-11月累计进口55.53万吨，累计同比减少10.67%。考虑到短期进口窗口将持续关闭，且国内精炼锌产出维持相对高位，预计2020年精炼锌进口量或同比减少。

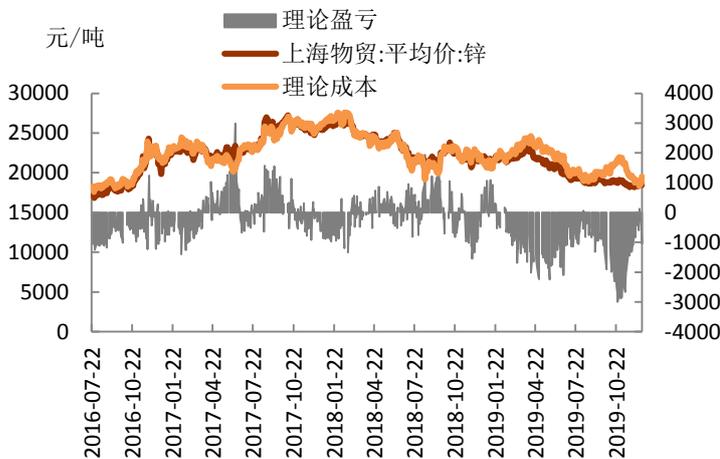
图表 16 锌矿进口量累计同比增加



图表 17 精炼锌进口量累计同比减少



图表 18 精炼锌进口多处于亏损状态



图表 19 锌矿进口依存度有所抬升



数据来源：Wind

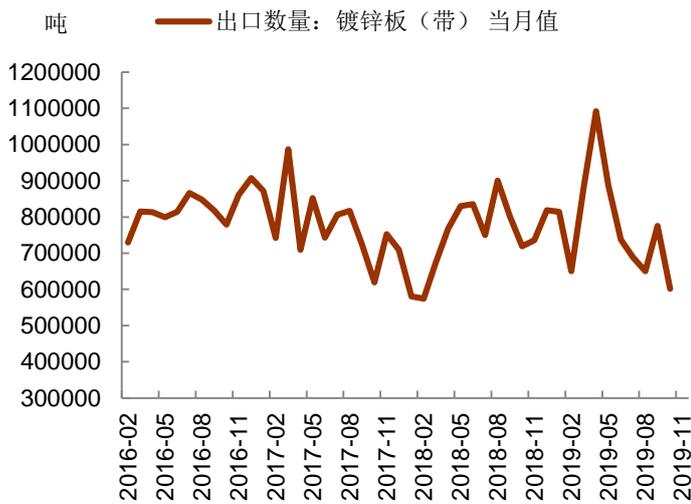
5、初段消费表现分化

锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

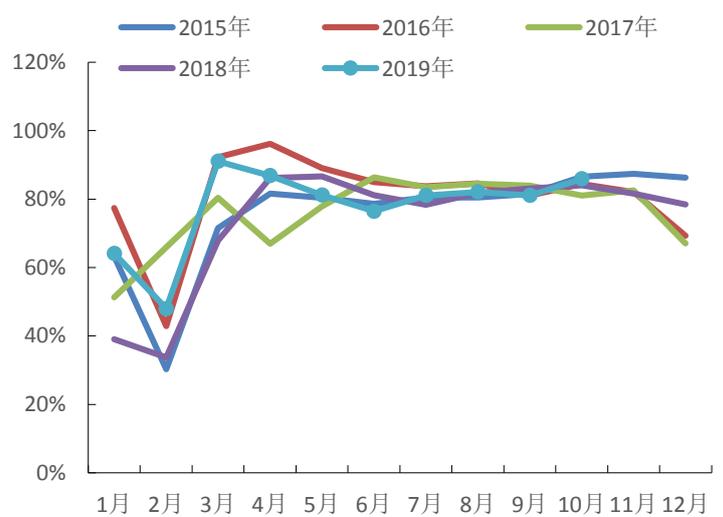
SMM 数据显示，2019 年 1-11 月，镀锌企业平均开工率 79.13%，较去年同期增加 6 个百分点；氧化锌企业平均开工率 47.67%，同比去年同期减少 4.48 个百分点；压铸锌合金平均

开工率平均开工率 48.8%，同比去年同期减少 1.17 个百分点。全年来看，镀锌板块开工好于其他板块，主要受出口拉动及逆周期调节政策进一步加码托底基建，今年 4 月 1 日日期增值税税率下调正式启幕，其中钢铁产品中适用 16% 税率的退税率的涂镀板调整为 13%，调整后，镀锌出口可以实现增值税全征全退，利润进一步提高。压铸锌合金板块开工上半年偏弱，下半年受房地产竣工、销售好转等影响，带动房地产后期的卫浴五金、家具五金、门窗把手以及锁具等终端，压铸锌企业开工逐渐回稳；受汽车产销持续疲弱拖累，导致轮胎订单较去年相比较差，氧化锌板块年内开工同比明显转弱。

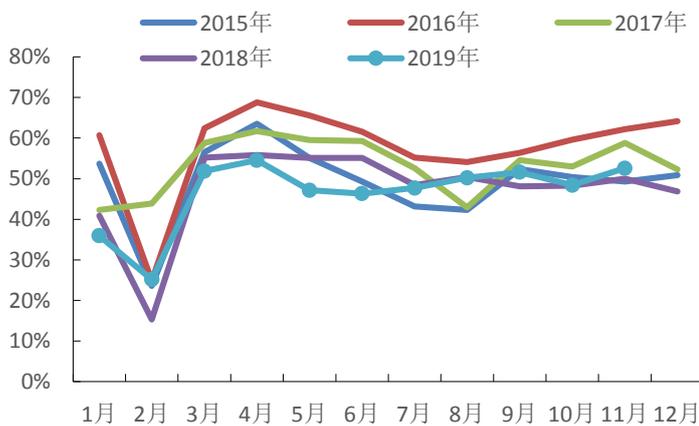
图表 20 镀锌板出口增加



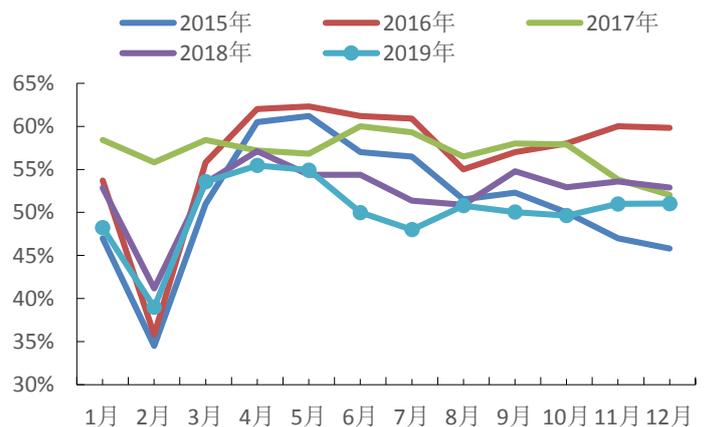
图表 21 镀锌企业开工率



图表 22 压铸锌企业开工率



图表 23 氧化锌企业开工率



数据来源：Wind，SMM

6、终端消费

从中国锌需求结构来看，房地产、建筑业和汽车工业是主要应用领域，占中国的锌消费

量 50% 左右，其次在地铁、城市轻轨等基础设施建设、电力工程、电网建设等领域也占有一定份额。大量镀锌薄板材用于汽车制造、冷藏箱、建筑业、通风和供热设施以及家具制造等领域。

从基建投资方面来看：统计局数据显示，1-11 月固定资产投资累计同比 5.2%，与 10 月持平，符合预期；制造业投资 2.5%，较上个月回落 0.1 个百分点，地产累计 10.2%，较上个月回落 0.1 个百分点，单月转负至-1.7%，基建累计 4%，较上个月回落 0.2%。今年以来，逆周期调节政策加码，并主要体现在基建方面。11 月 13 日国务院常务会议决定降低部分基础设施项目最低资金比例，此外可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金。11 月底财政部决定提前下达 2020 年部分新增专项债务额度 1 万亿，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，并且提前发行的专项债不能用于棚改和土储项目，因此对基建的实际拉动效果料将显著强于去年同期。12 月 10-12 日召开的中央经济工作会议明确提出 20 年是实现全面建成小康社会和完成“十三五”规划目标任务的关键之年，工作总基调为“稳中求进”。在需求、进出口等存在不确定性的背景下，“稳基建”成为“稳经济”的重要抓手。我们判断后续基建投资增速大概率向上修复。

从房地产方面来看：1-11 月房地产开发投资累计同比 10.2%，回落 0.1 个百分点。今年房地产投资增速虽然持续下滑，但仍然处于增速较高的状态，保持两位数增长。施工和新开工均出现下滑，反映政策和融资需求仍然偏紧，房企的开工压力较大。但地产销售持续改善意味着需求端仍然旺盛，地产购置面积增速下滑的持续收窄反映了开发商的预期并不弱。12 月中央经济工作会议提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，在总体把控上实施的决心较强，但在地方政府实施层面的表述也有所变化，强调“全面落实因城施策”，给予地方政府一定的自由度。短期来看，地产投资仍然有韧性，仍然是支撑固定资产投资的重要力量，但长期来看，在地产政策不放松的前提下，地产投资增速将会持续下行。

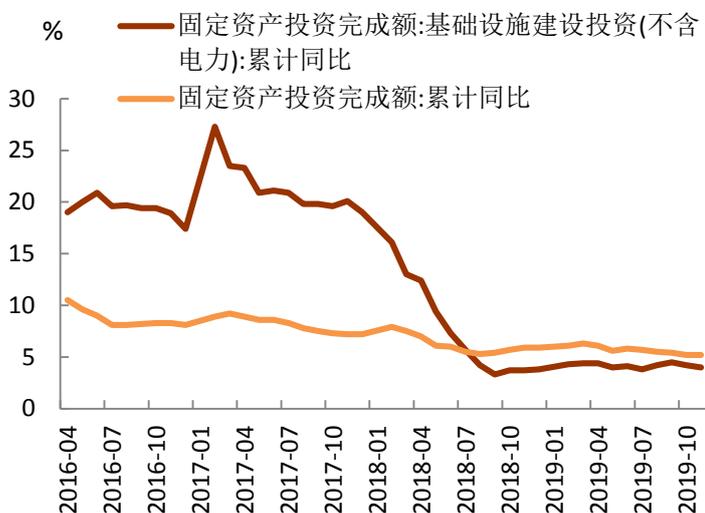
从汽车方面来看：中汽协统计数据：1-11 月，汽车产销分别完成 2303.8 万辆和 2311 万辆，产销量同比分别下降 9%和 9.1%，产销量降幅比 1-10 月分别收窄 1.4 和 0.6 个百分点。从 11 月单月数据来看，汽车产量实现了止跌，产量同比增长了 3.8%；虽然汽车销量 17 个月同比连跌，但环比持续增长。一方面，由于去年基数较低；另一方面，显示在国六切换影响逐渐消除等因素的影响下，汽车厂商信心回升。展望 2020 年汽车消费有小幅恢复的可能，但汽车行业弱周期的趋势难以改变。

从白色家电方面来看：2019 年四大家电生产情况呈现不同的特点，洗衣机增势喜人，冰箱稳定增长，彩电趋于下滑，而空调增速呈现前高后低的趋势。空调经历了前期的主动备库存，行业的库存已经到达高位，但由于旺季销售不畅，库存并没有下滑，导致如今企业开始减产。作为地产后周期的家电板块，预计将持续受益于地产行业回暖。另外，中央经济会议中还提及，加强城市更新以及对老旧小区改造，由于家电市场需求很大一部分来自于更新换代，在政策指引下的棚改及老旧小区改造有望促进家电更新换代需求持续释放。

总的来看，2020 年锌终端消费仍存韧性，不至于悲观，但也难觅亮点。因国家有明显推

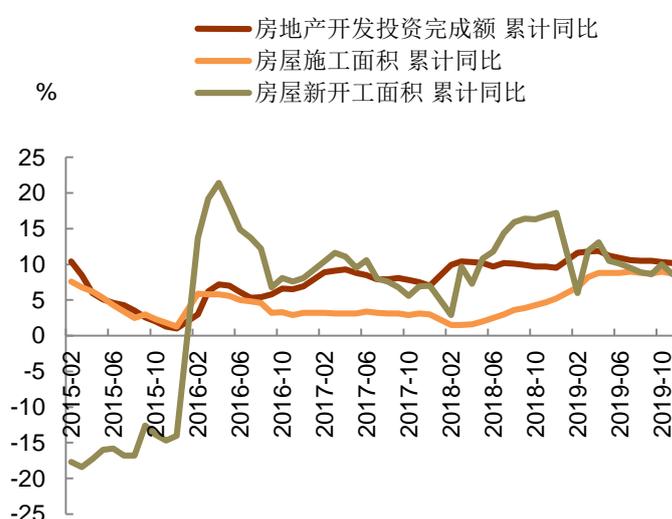
动基建修复的政策导向，考虑到基建投资前置，3-5月份的传统旺季预期有望增强，或带动锌下游消费托底锌价。

图表 24 逆周期加码，2020 年基建有望前高后低

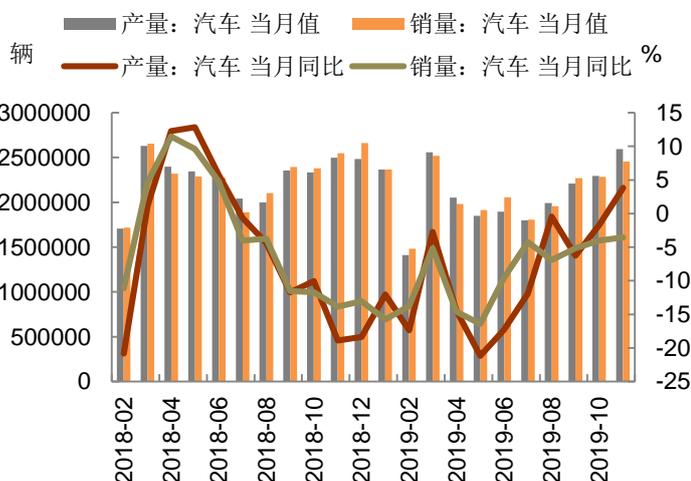


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 25 房地产维持强韧性

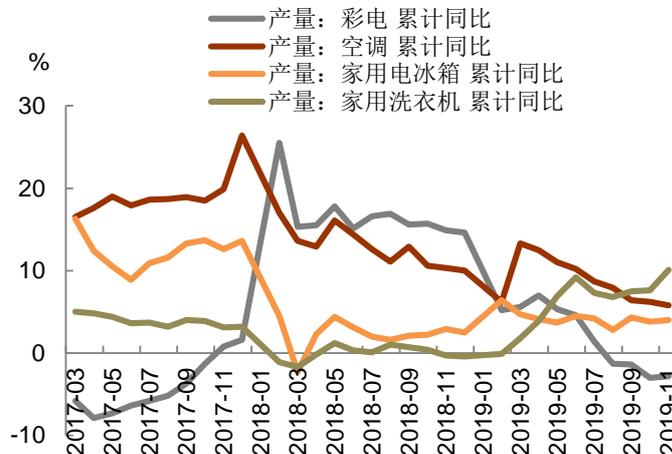


图表 26 汽车产销同比降幅收窄



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 27 白色家电表现不一



6、2020 年累库预期增强

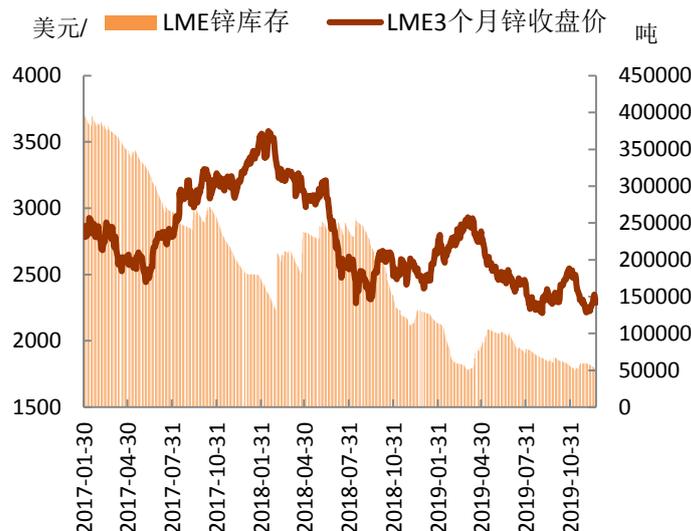
2019 年春节后，国内社会库存出现超预期累积，至 4 月初达到年内高位。二季度随着冶炼厂瓶颈提前突破，精炼锌产出不断增加，市场预计库存将出现缓慢累积，然从实际情况来看，下半年累积预期迟迟未兑现。一方面，2019 年锌下游消费表现出一定的韧性，三四季度基建订单增加及回暖的地产均支撑锌初级加工端；另一方面，2019 年国内部分冶炼厂增加配

套锌合金产线，或与周边合金企业直接合作，使得冶炼企业产品以锌锭形式流出的量有所减少。今年锌锭进口窗口大部分时间维持关闭状态，保税区库存也多维持在 10 万吨下方，对国内市场冲击有限。而两大交易所库存分别在一、二季度达到年内高位后逐渐回落，其中伦锌库存已降至近九年来低位，随着年底几度交仓，低库存对锌价支撑的这条逻辑影响不断弱化。展望 2020 年，考虑到国内冶炼供应已经恢复至较高水平，国内显性库存持续低位的情况或难以持续，一旦库存出现明显累积迹象，锌的下跌行情或更加流畅。

图表 28 上期所锌库存



图表 29 LME 锌库存降至九年低位



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 30 社会锌锭库存累库低于预期



图表 31 保税区库存多位于 10 万吨下方



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

基本面看，近年仍处于全球锌矿投产周期中，预计 2020 年国外锌矿供应或将进一步增加 70 万吨左右，国内锌矿产出有望增加 10-15 万吨，锌矿偏宽松的格局不改。故在矿企成本端尚未受到明显冲击前，较高的锌矿加工费仍有望延续。在高利润模式驱动下，精炼锌产量或维持高水平。2020 年全球锌消费增量将远远不及供应的增量，预计全球精炼锌供需或由短缺转为过剩，尤其是国内，锌锭何时累库是 2020 年关注的焦点，同时需要关注冶炼企业对锌合金生产比例的调整情况。2020 年锌终端消费仍存韧性，国内逆周期政策将进一步加码，若基建投资发力，或带动锌需求好转，托底锌价。整体来看，锌市走势以震荡下跌为主，预计 2020 年沪锌运行区间在 16000-20000 元/吨，伦锌运行区间在 1900-2700 美元/吨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。