

2020年3月5日

星期四

宏观风险增加&基本面偏空

短期锌价维持弱势

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105



要点

●当前仍处于全球锌矿投产周期中，中长期来看，锌市维持偏空格局。短期来看，全球疫情蔓延，各国央行降息释放流动性，根本上反应的是对经济前景的担忧，使得供需面预期较弱的锌成为空头对冲较为青睐的品种。

●随着锌价的不断下移，目前已击穿矿山80%分位线，加工费可能继续回落，同时炼厂也因锌价走跌及对副产品硫酸销售补贴而利润压缩。2月以来，国内部分冶炼厂因硫酸胀库等原因减停产，但3月中旬南方减产及检修炼厂计划复产，供应端减量影响实则有限。

●下游复工率持续上升，但企业开工率仍然较低，预计3月初逐步复工。因消费延后，锌锭库存增加幅度超预期达30万吨以上，其中炼厂库存约12万吨。后期随着消费的陆续启动，预计累库速度将放缓，但短期高企的库存压力仍制约当前锌价走势。终端来看，近日财政部加速对专项债的发行进度，且各省密集推出庞大投资计划，二季度有望迎来基建施工高峰。而基建作为锌消费最重要的终端，或带动锌消费回暖。

●整体来看，下游需求还未完全恢复，库存也未进入去库的环节，短期锌价维持弱势，二季度随着消费回升，锌价或现阶段性反弹。

操作建议：谨慎追空

风险提示：全球疫情失控，去库化进度缓慢

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、炼厂减产影响较小，利润有所回落	6
3、锌矿进口增加，精炼锌进口减少	9
4、初端消费企业陆续复工	10
5、逆周期政策加码，二季度有望提振需求	11
6、国内外库存均现涨势	13
三、总结与后市展望	14

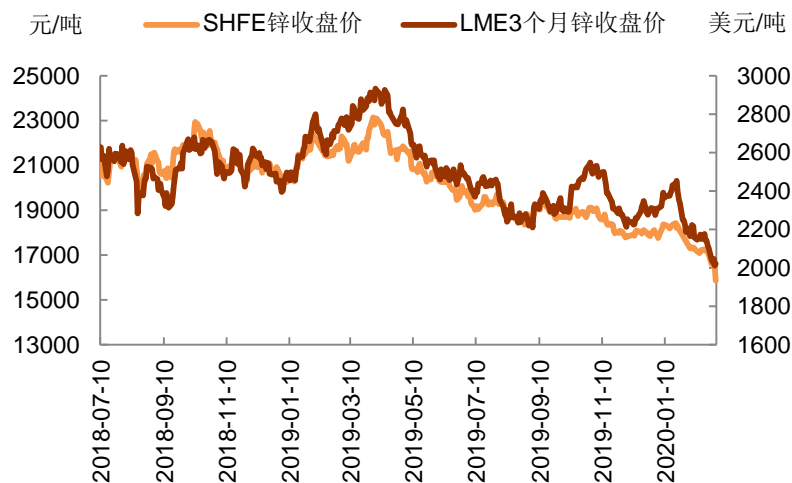
图表目录

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 全球锌矿产量增加	5
图表 4 国内锌矿产量累计减少	6
图表 5 国内外加工费小幅回落	6
图表 6 国内冶炼企业利润高涨	6
图表 7 国内精炼锌产量维持高位	6
图表 8 2019-2020 年海外部分企业冶炼产出变化（万吨）	7
图表 9 2018-2020 国内精炼锌新增产能（万吨）	8
图表 10 全球精炼锌供需平衡表	8
图表 11 中国贡献了全球精炼锌大部分增量	8
图表 12 2019-2020 年全球锌市供需平衡表	8
图表 13 国内锌市供需平衡表	9
图表 14 锌矿进口量累计同比增加	9
图表 15 精炼锌进口量累计同比减少	9
图表 16 精炼锌进口仍处于亏损	10
图表 17 国内锌矿进口依存度	10
图表 18 镀锌企业复工调研情况	11
图表 19 镀锌企业开工率	11
图表 20 压铸锌企业开工率	11
图表 21 氧化锌企业开工率	11
图表 22 逆周期加码，二季度或迎基建高峰	12
图表 23 房地产维持强韧性	12
图表 24 疫情影响，汽车产销降幅明显	13
图表 25 疫情拖累白色家电产销	13
图表 26 上期所锌库存低位回升	13
图表 27 LME 锌库存维持九年低位	13
图表 28 锌锭库存攀升至 30 万吨上方	14
图表 29 进口需求减少，保税区库存维持低位	14

一、锌市场行情回顾

2月沪锌主力换月至2004合约。月初因春节假期沪锌休市，2月3日恢复正常，但受期间伦锌大幅下挫的影响，沪锌开盘后盘面大幅下挫，单日跌幅超4%。国家出台了一些经济刺激政策，释放流动性缓解市场压力，锌价止跌低位震荡。随着疫情的好转及企业的陆续复工，市场担忧情绪修复，但强势美元及高企的锌锭库存仍压制锌价表现。下旬，国外疫情爆发，全球股市暴跌，市场看空情绪浓，金属走势承压，月末锌价跌破万六关键支撑，刷新三年新低点至15675元/吨，最终收至15860元/吨，月度跌幅达12.59%，持仓量为85044手。外盘走势强于内盘，伦锌月度跌幅达8.47%，月末跌破2000美元/吨一线，刷新年内低点至1970美元/吨，最终收至2021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

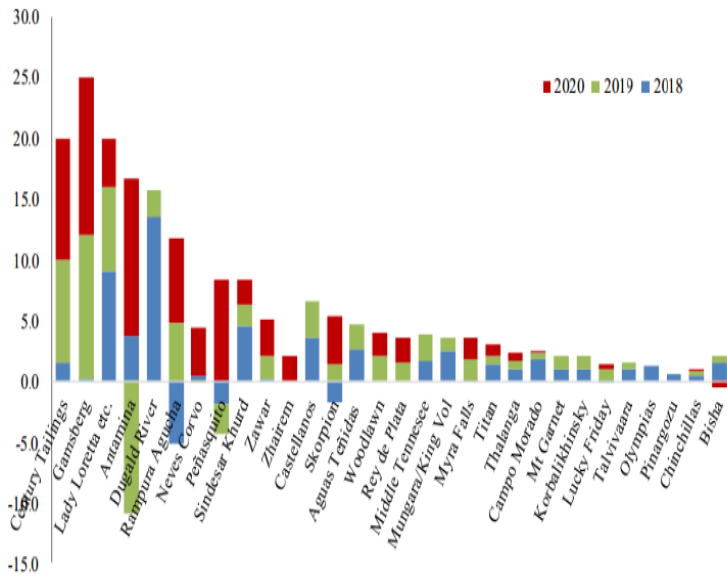
二、锌基本面分析

1、2020 年海外锌矿新增产能预计 70 万吨，国内 10 万吨左右

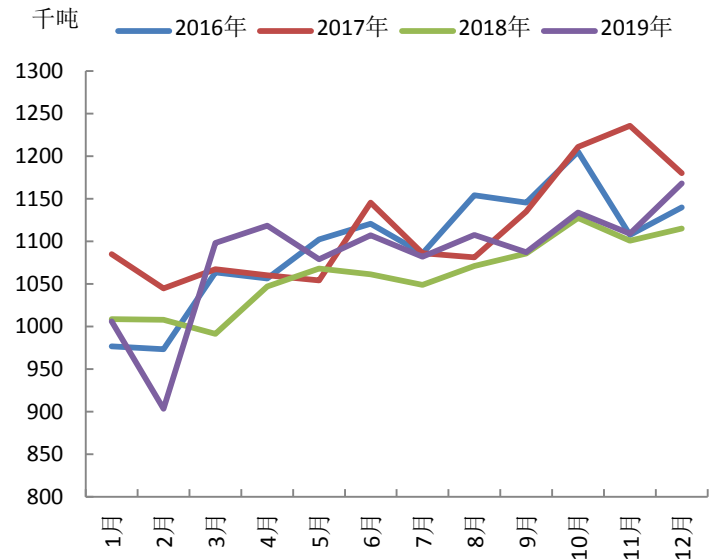
2017年以来随着国外锌矿山复产以及新增产能开始释放，2018年国外矿山产量增加40万吨。自2018年下半年以来，全球锌矿由紧缺态势开始转向宽松。2019年，海外矿主要的增量来自于韦丹塔、嘉能可、五矿、新世纪资源等矿业巨头。预计增量为40万吨，低于年初预计的70万吨，但锌矿整体偏宽松的格局不改。2020年国外锌矿供应或将进一步增加70万吨左右，其中包括Vedanta旗下的位于南非的Gamsberg 矿山、印度的Rampura Agucha 矿山、新世纪资源公司旗下Century Tailings、嘉能可公司旗下Lady Loretta 以及Boliden公司旗下的Garpenberg。

国际铅锌小组最新数据显示,2019年全年全球锌矿产量为1289.7万吨,较去年增加0.92%。

图表 2 近三年海外矿山增量情况



图表 3 全球锌矿产量增加



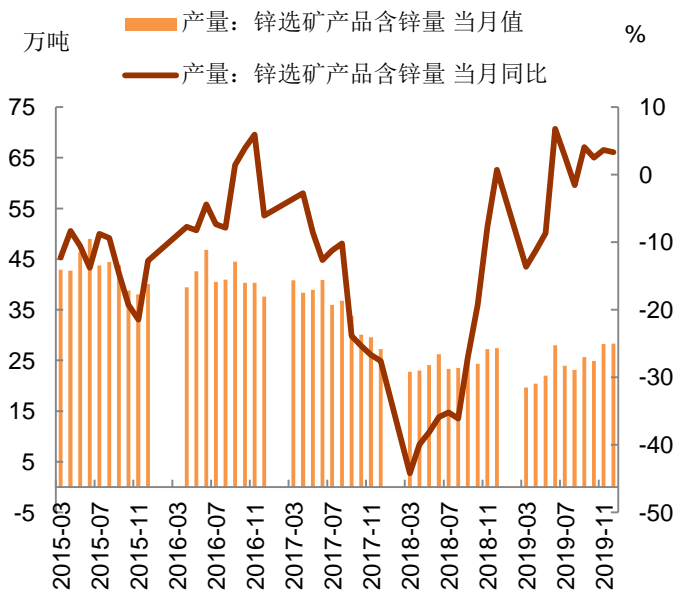
数据来源: 安泰科, ILZSG, Wind, 铜冠金源期货

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.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,预计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。国家统计局数据显示,2019年1-12月锌矿累计产量为280.58万吨,累计同比减0.97%。

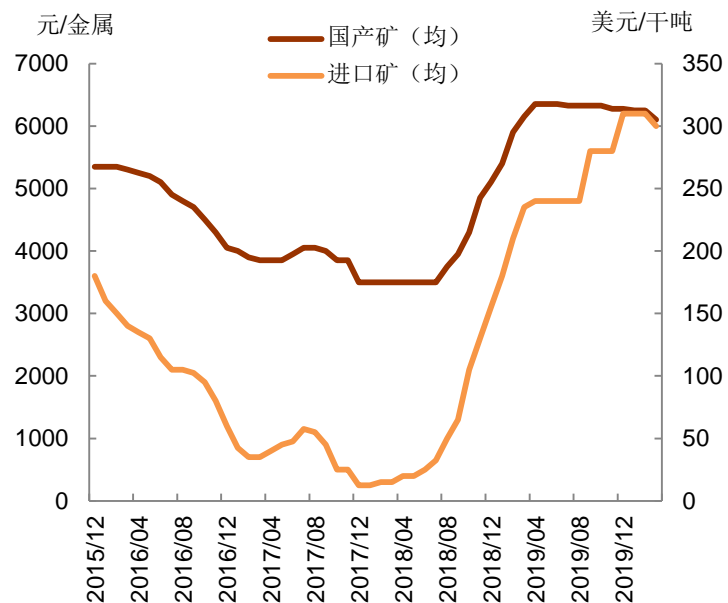
据安泰科报告,日本一家锌冶炼厂已与一家西方矿业公司达成协议,在2020年,每吨收取300美元的锌精矿处理费(TCs)。从国内外锌矿月度加工费的表现看,据SMM数据显示,2020年3月国产锌矿加工费主流报价为5900-6300元/金属吨,均值环比减少150元/金属吨;进口矿加工费主流报价为290-310美元/吨,均值环比减少10美元/吨。2月下旬,锌价不断持续走低,从安泰科统计的成本曲线来看,目前锌价已经击穿矿山成本的80%分位线,价格下跌或将延长高成本的未复工矿山开工时间,国内锌矿加工费存在进一步下跌的可能。进口矿方面,因全球疫情影响,全球运输都将受影响或推动加工费向下调整。

从冶炼厂利润情况来看,炼厂目前仍有1300元/吨左右的利润空间,较前期高点有所回落,同时目前其他领域也在吞噬冶炼利润。一方面,企业对冶炼渣进行了大量的设备和资金投入,但部分冶炼企业由于工艺原因,渣的处理并没有带来收益,甚至需要前端利润倒贴;另一方面,当前冶炼厂硫酸库存问题困扰生产,企业多对硫酸销售进行了补贴,节后有的企业实际销售硫酸亏损100-200元/吨甚至更多,按照一吨锌生产近2吨硫酸计算,硫酸销售吞噬冶炼近400元/吨利润。

图表 4 国内锌矿产量累计减少



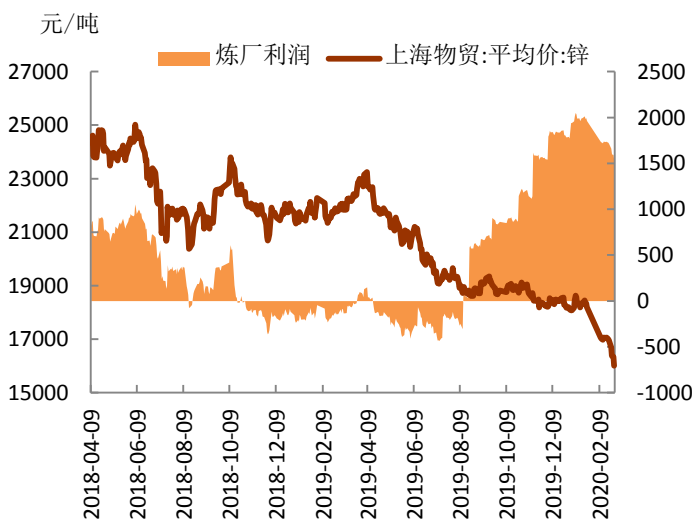
图表 5 国内外加工费小幅回落



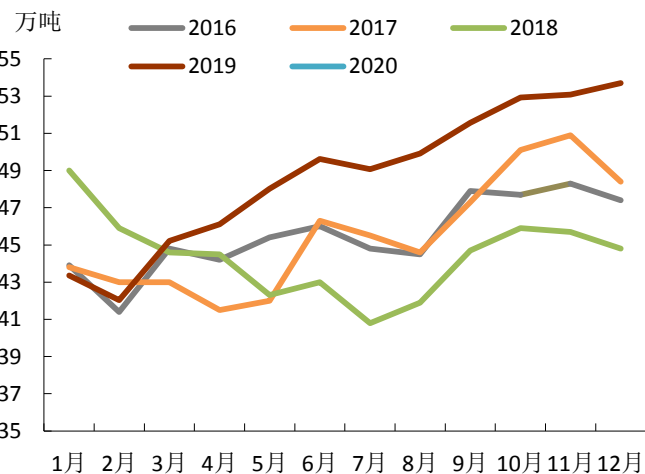
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

2、炼厂减产影响较小，利润有所回落

图表 6 国内冶炼企业利润高涨



图表 7 国内精炼锌产量维持高位



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

ILZSG近日表示，2019年全球锌市场短缺18.9万金属吨。2019年全球锌产量总计1290万金属吨，2018年为1278万金属吨。2019年精炼锌产量总计1354万金属吨，2018年为1317万金属吨。数据显示，澳大利亚、南非、加拿大以及中国的锌矿产出增加，但是欧洲地区却同比下降2.1%。精炼锌在中国、墨西哥以及秘鲁出现了增长，但是在澳大利亚、加拿大、印度、哈

萨克斯坦以及欧洲的精炼锌产量却呈下降趋势，主因法国、荷兰以及俄罗斯的产量大幅下滑。2019年锌消费量总计1372万金属吨，2018年为1369万金属吨。

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。

国内方面，高企的锌矿加工费带来的是精炼锌产出的增加和企业利润的改善。据SMM数据显示，1月精炼锌产量53.45万吨，环比减少0.47%，同比增加23.1%。另1月国内精炼锌冶炼厂合金产量为7.94万吨，环比减产1.62%，其中热镀锌合金产量为6.68万吨。1月，国内部分精炼锌冶炼厂例如湖南太丰、湖南蓝天化工、红河合众锌业趁假期开始检修，部分湖南地区中小型炼厂趁假期放假10-15天左右，另进入1月，株冶、豫光等炼厂产量爬坡至满产，贡献部分产量增量。2月受国内疫情蔓延影响，国内公路运输受限，下游企业复工推迟，国内精炼锌炼厂硫酸及成品库存被动堆积，部分炼厂在2月排产中主动下调月度产量计划，云南、湖南等地区炼厂推迟春节复工时间及检修恢复时间，预计环比减少4.66万吨至48.79万吨。

2月底，国内内蒙地区某大型精炼锌冶炼厂因故停产应对，预计停产时间在1个月左右，据了解，该炼厂精炼锌年产能可在14万吨左右，预计3月产量边际环比减少1万吨附近。考虑到3月诸多减产及检修炼厂计划复产，产量实则影响有限。

图表 8 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	Torreón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		Elecrozinc 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	

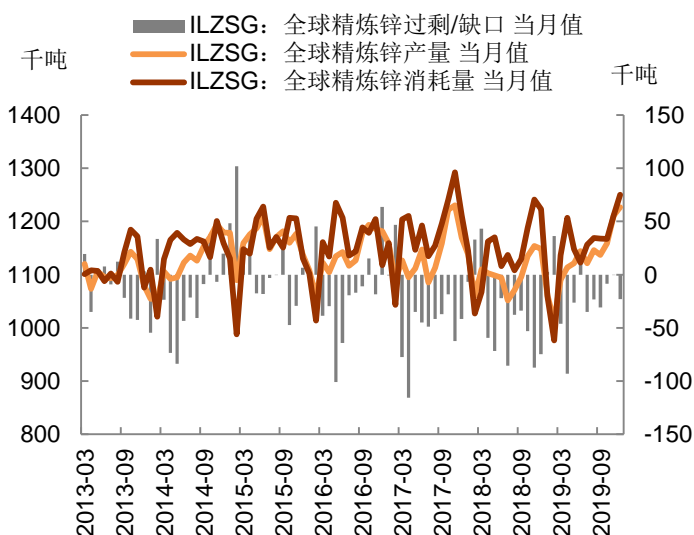
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 9 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，铜冠金源期货

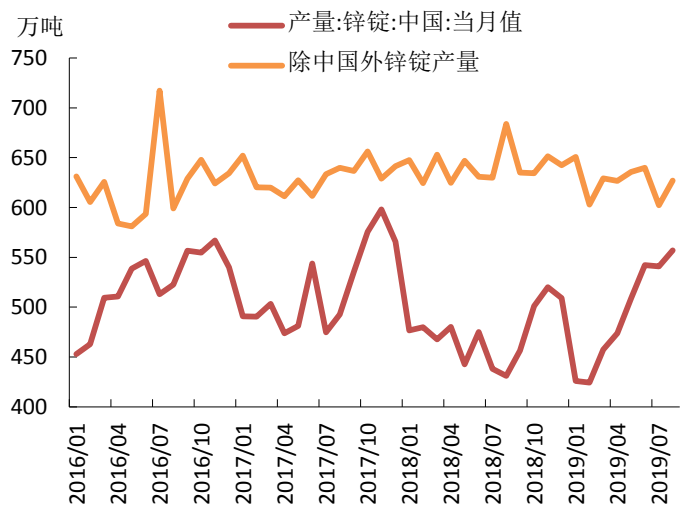
图表 10 全球精炼锌供需平衡表



数据来源：ILZSG，Wind，铜冠金源期货

注：*表示为预估值

图表 11 中国贡献了全球精炼锌大部分增量



图表 12 2019-2020 年全球锌市供需平衡表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年*
锌矿供应	1271.6	1277.9	1289.7	1364
增速	0.91%	0.5%	0.92%	5.8%
精锌产量	1349.3	1317.1	1353.7	1399
增速	-0.54%	-2.39%	2.78%	3.35%
精锌需求	1397.3	1369.3	1372.6	1380
增速	2.25%	-2%	0.24%	0.54%
精锌平衡表	-48	-51.2	-18.9	19.2

数据来源：ILZSG，铜冠金源期货 注：*表示为预估值

图表 13 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

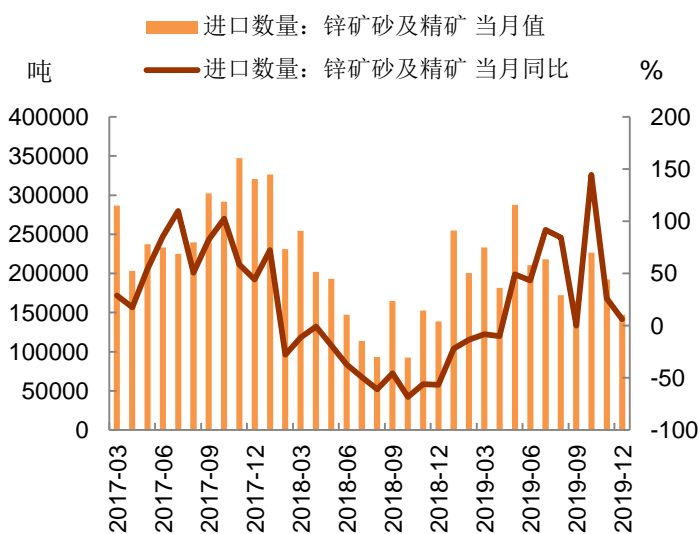
数据来源：ILZSG，Wind，SMM，铜冠金源期货

3、锌矿进口增加，精炼锌进口减少

进出口方面，去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12月进口锌矿31.93万吨，环比减少9.8%。全年锌矿累计进口量为317.44万吨，累计同比增6.94%。

海关数据显示，2019年12月精炼锌进口量为50130.10吨，较前一月增长22.56%，但同比下降近46.54%。全年累计锌进口60.54万吨，累计同比减少15.37%。12月锌合金进口量为7338吨，环比增长9.48%，但同比下降22.54%。另外，海关总署发布通知，从2020年开始，不再单独发布1、2月份的进出口数据，改为在3月份合并发布。

图表 14 锌矿进口量累计同比增加

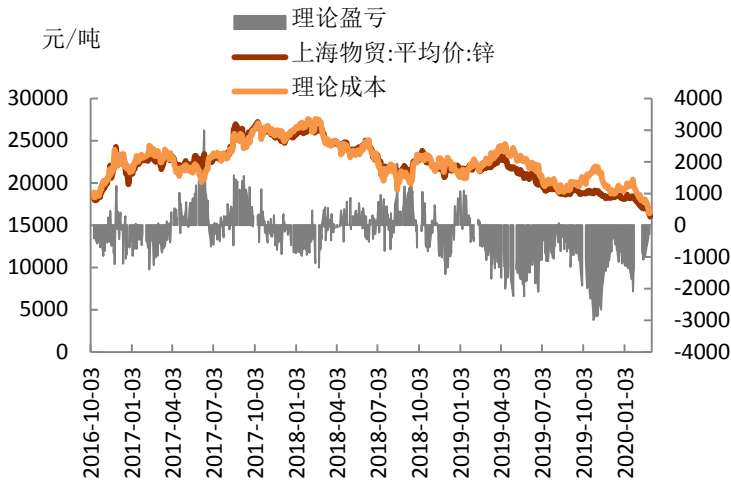


图表 15 精炼锌进口量累计同比减少



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 16 精炼锌进口仍处于亏损



图表 17 国内锌矿进口依存度



数据来源：Wind，铜冠金源期货

4、初端消费企业陆续复工

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%）。

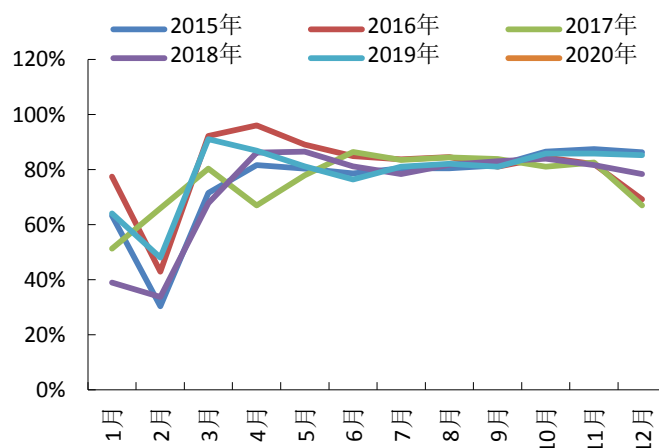
春节后国内疫情发酵，企业复工较为困难。就锌产业链来说，疫情对消费端的影响较大。根据企业排产及复工情况来看，预计 2 月份镀锌企业开工率或达到 31.99%，环比下滑 18.3 个百分点，同比下滑 15.99 个百分点，3 月企业开工率或回升至 50%左右。2 月份压铸锌合金企业开工率或达到 19.18%，环比下滑 2.79 个百分点，同比下滑 5.98 个百分点，3 月企业开工率或回升至 35%左右。2 月份氧化锌企业开工率或达到 23.9%，环比下滑 11.6 个百分点，同比下滑 15.09 个百分点，3 月企业开工率或回升至 40%左右。

整体来看，因部分大型钢厂春节期间基本未有停产，开工持续，镀锌企业相对来说复工进程较快，但 2 月开工率仍创下历史新低。受华南地区压铸锌企业放假早且节后复工缓慢影响，导致广东地区锌锭出库量较去年春节后更为低迷，库存持续累增。

图表 18 镀锌企业复工调研情况

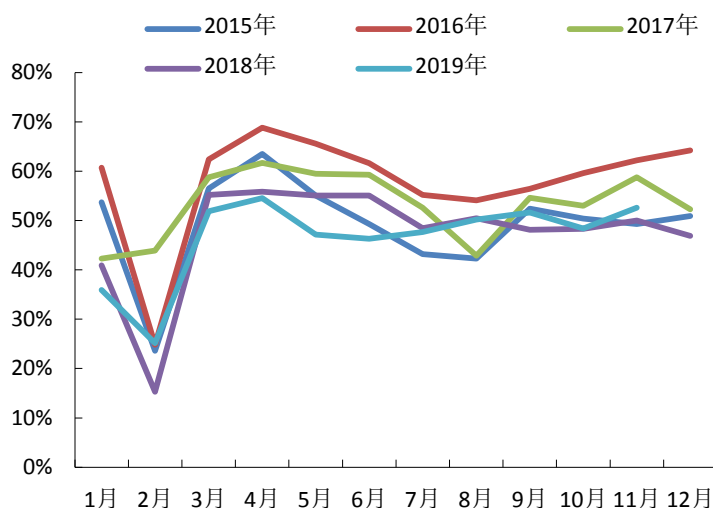
镀锌企业	产能	预计复工时间	实际复工时间	上期开工率	本期开工率	备注
江苏国强镀锌实业有限公司	200	2.22	2.17	5%	40%	目前恢复了一个车间的生产。
天津友发钢管集团股份有限公司第一分公司	180	2.17-2.22	2.17	30%	50%	开工情况较上周有所提升。
邯郸友发钢管	168	2.17	2.17	10%	10%	上周开工率10%左右, 预计下周提升到接近50%, 预计3.15开满, 表示当前镀锌产能较好。
山东冠洲股份有限公司	160	2.10	2.10	30%	75%	目前开工率提升至70-80%, 有新订单, 目前还是市政工程和房地产的订单好一些, 家电不好, 表示山东地区复工压力较小。
唐山正元管业	130	2.17-2.22	2.17	30%	30%	目前开工率30%, 工人没有完全复工, 存在运输导致的原材料、佐料不足问题。
焊炬(中国)科技有限公司	80	未停产	未停产	70%	85%	春节期间没有停产, 但是因为员工没有完全复工导致开工受限, 预计2月减少20%左右的产量。
衢州市胜芳志兴钢管有限公司	72	2.22	2.24	0%	0%	本周陆续开始复工, 下周正式生产, 预计开工率50%。
浙江金州管道	60	2.17-2.22	2.17	30%	60%	人员逐步复工, 预计下周开工率将继续增加, 目前镀锌产能较好, 生产积极性高。
联合铁姆(中国)有限公司	25	2.10	2.10	60%	70%	目前在做年前的订单, 预计2月产量较1月微增。
浙江昇达伟业	15	2.17-2.22	2.20	0%	100%	2月20日复工以后就开始满负荷生产了, 现在还在做年前订单。
上海永丰	14.4	2.22	2.17	10%	50%	上周已复工, 开工逐步好转。
江苏汇利镀锌钢管有限公司	12	2.22	2.29	0%	0%	下周复工。
合肥日月热镀锌有限公司	10	2.10	2.10	60%	70%	在做年前订单, 现在已经可以从上海地区拉货到厂里了, 原材料问题已经解决。

图表 19 镀锌企业开工率

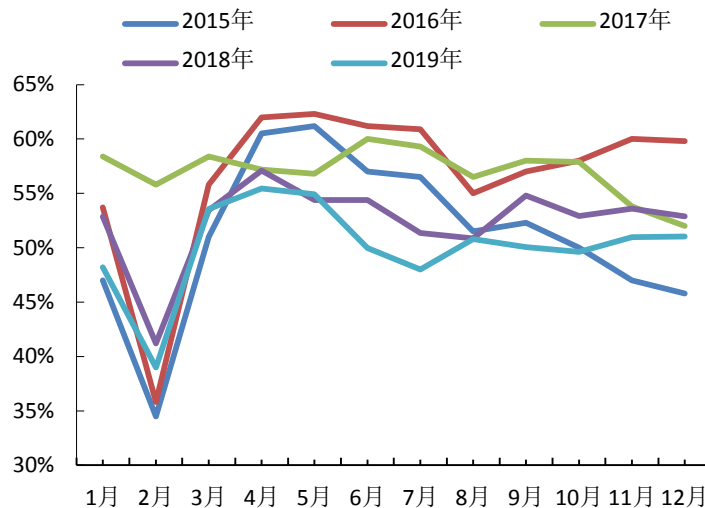


数据来源: Wind, SMM, 铜冠金源期货

图表 20 压铸锌企业开工率



图表 21 氧化锌企业开工率



数据来源: Wind, SMM, 铜冠金源期货

5、逆周期政策加码，二季度有望提振需求

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。大量镀锌薄板材料用于汽车制造、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：在新冠肺炎疫情冲击和经济下行压力下，2020 年基建应该且必须将成为经济发展的托底之柱。2 月 11 日，财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中一般债务限额 5580 亿元、专项债务限额 2900 亿元。加上此前提前下达的专项债

务 1 万亿元，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。在此轮逆周期调控中，专项债发行进度明显提速。且专项债中用于基建投资的比例提升，从而确保基建基金到位。同时，2 月中下旬起，各省密集推出庞大投资计划，云南、河南、福建、四川、重庆、陕西和河北 7 省共推出 25 万亿重点项目。随着专项债发行到位，及大型项目复工加速，二季度有望迎来基建施工高峰。而基建作为锌消费最重要的终端，二季度或带动锌消费回暖。

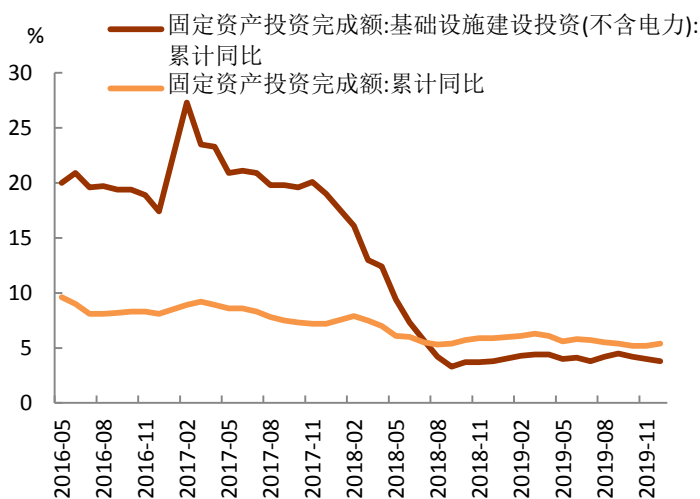
从房地产方面来看：新冠肺炎疫情对房地产开发行业的短期影响大，主要体现在开发投资和销售两方面，停止施工和关闭售楼处使业务停滞，预计 2020 年第一季度房地产行业开发投资额和销售额将大幅下降。针对新冠肺炎疫情对地产行业的不利影响，预计后期各地方政府根据本地情况，因城施策地出台相关房地产支持政策，房地产市场的调控政策或将有所松动，以刺激商品房购买，同时，随着地产后周期的启动及回暖，带动锌市需求。

从汽车方面来看：受春节假期影响，2020 年 1 月，汽车产销量降幅明显。中汽协统计数据：1 月的汽车产销量分别完成 178.3 万辆和 194.1 万辆，环比分别下降 33.5%和 27.0%，同比分别下降 24.6%和 18.0%。疫情对汽车市场影响将会在 2 月之后才能完全表现出来，预计 2 月汽车产销降幅将比 1 月更为显著。疫情结束后，抑制的消费需求会在短期释放，全年或呈现前低后高的走势，但考虑到汽车行业弱周期的趋势难以改变，预计全年发展形势不容乐观。

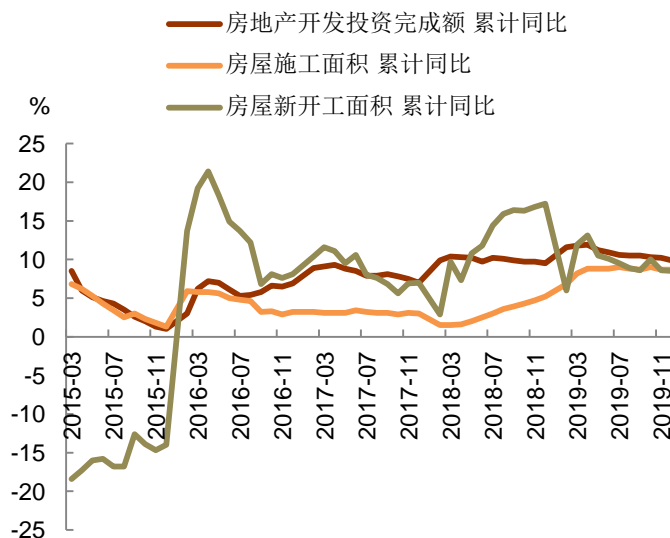
从白色家电方面来看：新冠肺炎疫情，打乱了白色家电春节期间的市场销售，且复工延迟，也拖累了企业生产进度。不过目前消费者对白电的需求只是短暂被压制，而不是完全凭空消失，预计二季度市场会出现回弹。

综上所述，短期疫情利空锌终端消费，随着基建及地产投资的回暖，二季度有望带动锌价需求回升。

图表 22 逆周期加码，二季度或迎基建高峰

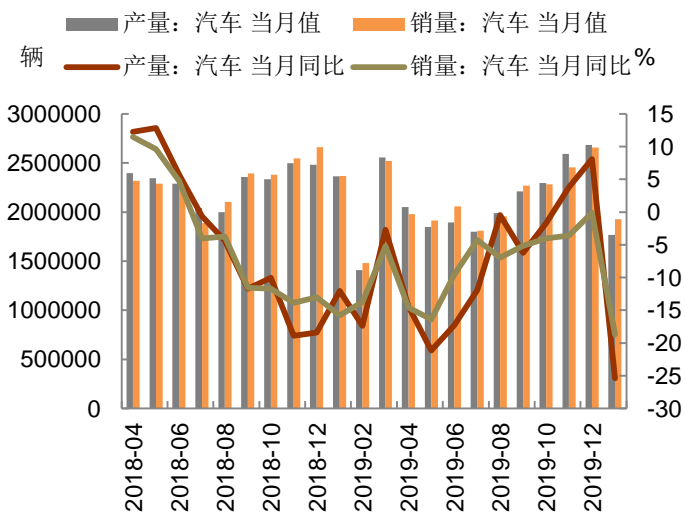


图表 23 房地产维持强韧性

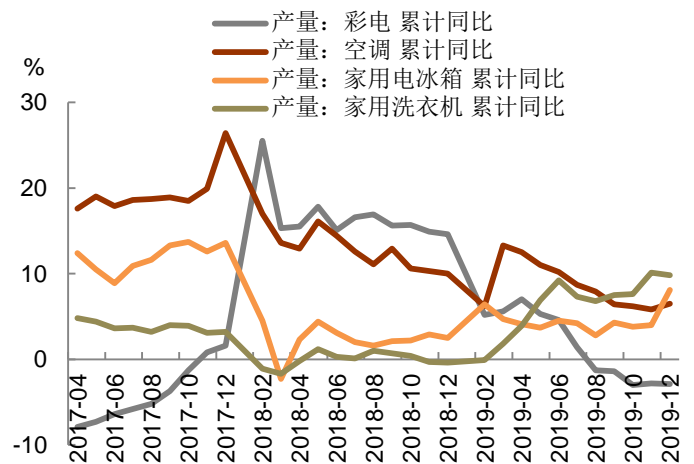


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 24 疫情影响，汽车产销降幅明显



图表 25 疫情拖累白色家电产销

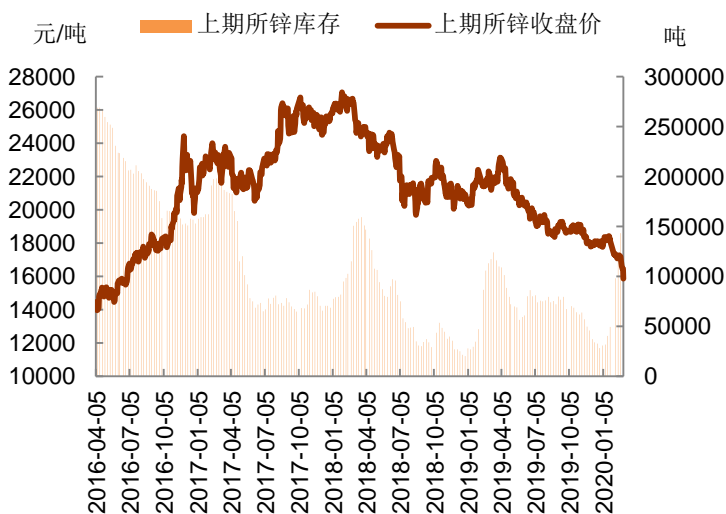


数据来源：Wind，铜冠金源期货

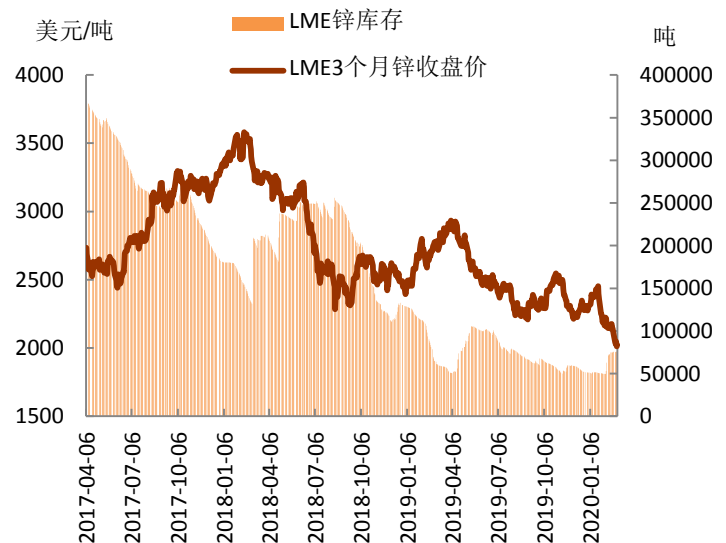
6、国内外库存均现涨势

2 月，两大交易所库存均呈现大幅增长态势。为防止国内疫情蔓延，各地加强对港口的管控，使得锌锭无法进口，LME 现频频交仓，使得海外市场的部分隐性库存转化为显性，截止至月底库存增加至 75275 吨，较月初增加 50%。上期所库存由节后不足 10 万吨攀升至 16 万吨，且月中交割后仓单库存不降反升，截止月底增加至 8.6 万吨。保税区库存基本维持在 7.5 万吨左右。因疫情影响省际、市际交通运输，且下游复工多推迟半个月，导致社会库存增长幅度及时间都超节前预期，截止至 2 月 28 日，锌锭库存总量攀升至 31.34 万吨，较节前增加近 20 万吨。高企的库存压力，拖累锌价走势。

图表 26 上期所锌库存低位回升

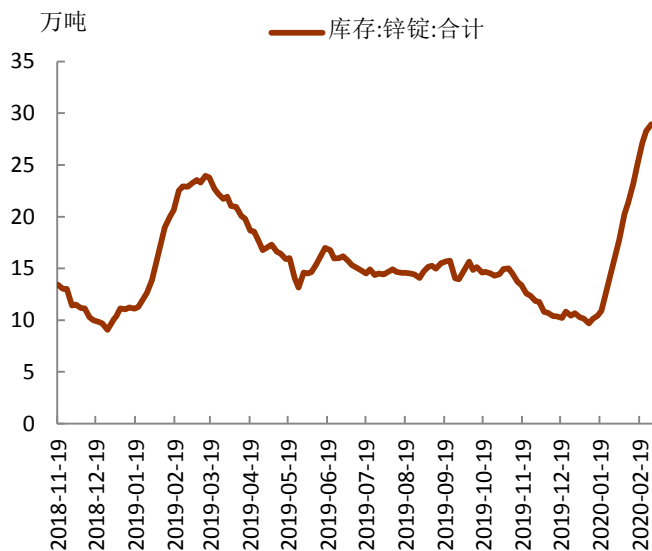


图表 27 LME 锌库存维持九年低位



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 28 锌锭库存攀升至 30 万吨上方



图表 29 进口需求减少, 保税区库存维持低位



数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

三、总结与后市展望

当前仍处于全球锌矿投产周期中, 中长期来看, 锌市维持偏空格局。短期来看, 全球疫情蔓延, 各国央行降息释放流动性, 根本上反应的是对经济前景的担忧, 使得供需面预期较弱的锌成为空头对冲较为青睐的品种。随着锌价的不断下移, 目前已击穿矿山 80%分位线, 加工费可能继续回落, 同时炼厂也因锌价走跌及对副产品硫酸销售补贴而利润压缩。2 月以来, 国内部分冶炼厂因硫酸胀库等原因减停产, 但 3 月中旬南方减产及检修炼厂计划复产, 供应端减量影响实则有限。下游复工率持续上升, 但企业开工率仍然较低, 预计 3 月初逐步复工。因消费延后, 锌锭库存增加幅度超预期达 30 万吨以上, 其中炼厂库存约 12 万吨。后期随着消费的陆续启动, 预计累库速度将放缓, 但短期高企的库存压力仍制约当前锌价走势。终端来看, 近日财政部加速对专项债的发行进度, 且各省密集推出庞大投资计划, 二季度有望迎来基建施工高峰。而基建作为锌消费最重要的终端, 或带动锌消费回暖。整体来看, 下游需求还未完全恢复, 库存也未进入去库的环节, 短期锌价维持弱势, 二季度随着消费回升, 锌价或现阶段性反弹。

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

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 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。