

2020年2月6日

星期四

锌价低位震荡

关注炼厂减产情况

联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105



要点

●目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，春节假期期间，虽然国内新型冠状病毒疫情蔓延，但冶炼厂生产基本保持稳定，不过随着各地区出台交通管控措施，将影响矿场及冶炼厂的运输，特别是对于那些进口原料占比较高的冶炼厂。此外，硫酸胀库的风险，也在当前极端情况下显得更加突出，后期不排除冶炼企业因锌矿供给、锌成品及硫酸库存积压等问题而主动缩减产量。

●锌下游初端企业大部分在1月中旬停产放假，目前多延后至2月9日复工，对产量影响较大。终端消费因延迟复工及劳务人员返程迟缓，将会对生产造成扰动，降低终端各行业产能利用率，短期构成利空影响，但中长期影响有限。此外，因消费推迟，后期锌锭累积库存程度将大大超此前预期，低库存支撑逻辑弱化。

●当前锌价跌至成本线万七附近，锌价下跌空间有限，预计在疫情明朗之前，锌价或呈现低位震荡。后期关注炼厂是否主动减产及需求恢复情况。

操作建议：谨慎追空

风险提示：疫情进一步恶化，炼厂主动减产

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、 疫情对炼厂生产影响较小，关注硫酸胀库情况..... | 6 |
| 3、 锌矿进口增加，精炼锌进口减少..... | 9 |
| 4、 初端消费企业延后复工..... | 10 |
| 5、 短期疫情利空终端消费，中长期影响有限..... | 11 |
| 6、 疫情影响运输，春节期间显性库存低于预期..... | 13 |
| 三、 总结与后市展望..... | 14 |

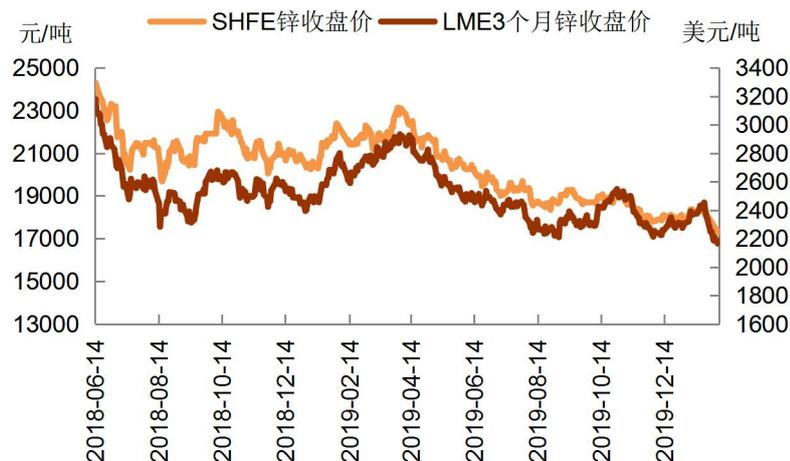
图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 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 国内外加工费维持高位..... | 6 |
| 图表 6 国内冶炼企业利润高涨..... | 6 |
| 图表 7 国内精炼锌产量节节攀升..... | 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 镀锌板出口下滑..... | 10 |
| 图表 19 镀锌企业开工率..... | 10 |
| 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，2020 年基建有望前高后低..... | 12 |
| 图表 23 房地产维持强韧性..... | 12 |
| 图表 24 汽车产销延续增涨态势..... | 13 |
| 图表 25 白色家电产量多增长..... | 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 春节期间社会锌锭库存累库低于预期..... | 14 |
| 图表 29 保税区库存维持低位..... | 14 |

一、锌市场行情回顾

2020年1月沪锌主力2003合约处于17600-18600元/吨区间宽幅震荡。月初，美元受欧元及英镑走软提振反弹，加之美伊对抗令市场避险情绪升温，施压锌价，期价延续12月底下跌走势。随后因中东局势缓解，市场担忧情绪逐渐回落，锌价跟随基本金属反弹。但伴随着LME再度出现交仓，锌价受拖累未能进一步走高，开始回落。下旬，中美正式签署第一阶段贸易协议，且此前美将中国排除在外汇操纵国之外，加之央行释放流动性缓解年前资金紧张，宏观氛围不断改善，同时随着春节假期临近，空头获利离场，限制锌价下跌空间。截止至1月23日，期价收至18160元/吨，月度涨幅达1.23%，持仓量为71913手。春节假期后，沪锌补跌，跌破万七一线，随着恐慌情绪的释放，期价呈现低位震荡走势，截止至2月5日期价收于17280元/吨。伦锌波动大与沪锌，春节假期期间，中国新型冠状病毒疫情引发市场恐慌情绪，市场担忧其影响未来中国锌消费，伦锌呈单边下跌趋势，跌破前期低点至2142美元/吨，截止至2月5日期价收于2222.5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

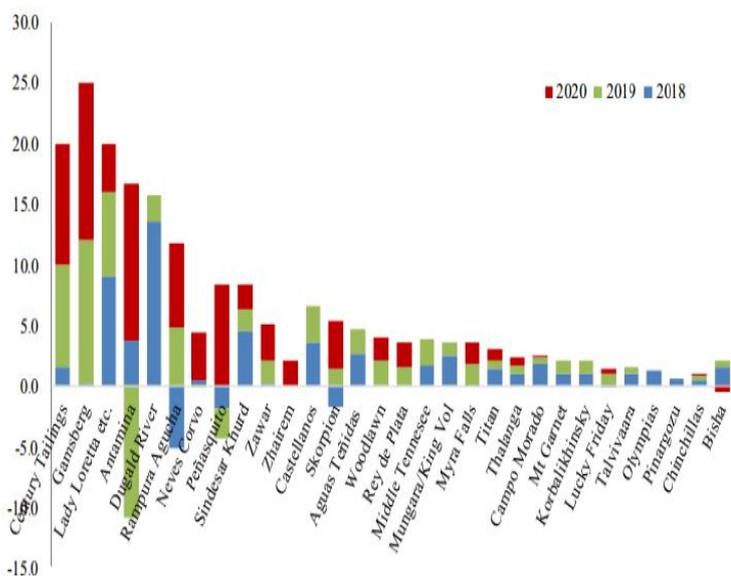
1、2020 年海外锌矿新增产能预计 70 万吨，国内 10 万吨左右

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11月份全球锌矿产量112.25万吨，环比减少了3.7%，同比增加2%；1-11月累计产量1188.79万吨，累计同比增加2.33%。

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

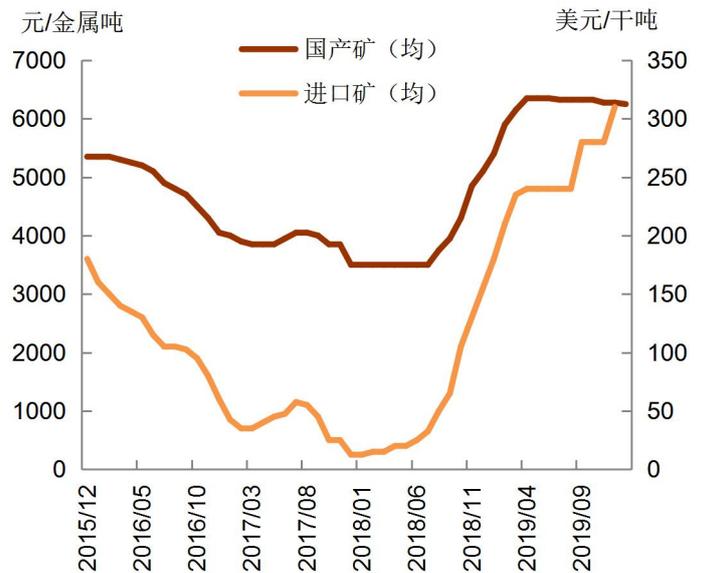
从国内锌矿供应表现来看，近两三年锌矿产出恢复相对缓慢，主要受环保逐渐趋于严格及矿山事故不断的影响。我们估计2019年国内锌矿增量约5万吨，低于年初预期的10万吨。随着矿山整改基本结束，以及新增产能的逐渐释放，预计2020年国内锌矿产出有望增加10-15万吨，矿企产能释放压力较大。国家统计局数据显示，2019年1-12月锌矿累计产量为280.58万吨，累计同比减0.97%。

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。据SMM数据显示，2020年1月国产锌矿加工费主流报价为6000-6500元/金属吨，均值环比减少25元/金属吨；进口矿加工费主流报价为290-330美元/吨，均值环比持平。国产矿加工费自去年7月起小幅回落，但仍处于相对高位，进口矿加工费则维持涨势。

图表 4 国内锌矿产量累计减少



图表 5 国内外加工费维持高位



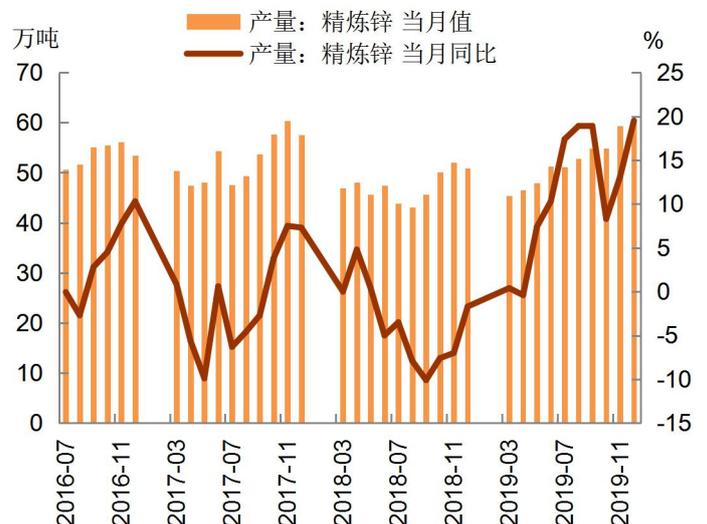
数据来源：SMM，Wind

2、疫情对炼厂生产影响较小，关注硫酸胀库情况

图表 6 国内冶炼企业利润高涨



图表 7 国内精炼锌产量节节攀升



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源

国际铅锌研究小组数据显示，2019年11月全球精炼锌产量为121.59万吨，消费量为121.7万吨，当月缺口达0.11万吨。1-11月全球精炼锌累计产量为1235.39万吨，同比增加2%。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。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量的增加和企业利润的改善。据国家统计局数据显示，2019年12月锌产量为60.7万吨，高于11月的59.4万吨，同比大增19.5%。全年精炼锌累积产量为623.6万吨，累计同比增9.2%。据我们估算，目前冶炼企业均利润在1800元/吨左右。

SMM数据显示，2019年12月精炼锌产量53.7万吨，环比增加1.18%，同比增加19.76%。全年产量584.4万吨，累计同比增速9.64%。进入1月，湖南、青海部分炼厂计划春节期间停产放假，另云南某炼厂计划在春节期间检修，整体影响国内精炼锌产量释放，但由于本次减停产炼厂均为中小型企业，实际产量的边际影响有限，而其他地区大型精炼锌冶炼厂均没有春节停产或减产的计划，预计1月精炼锌产量在52.89万吨，环比减少1.53%。

春节假期期间，国内新型冠状病毒疫情蔓延，冶炼厂生产基本保持稳定。但为抑制疫情，部分地区均出台交通管控措施，在一定程度上影响矿场及冶炼厂的运输情况，特别是对于那些进口原料占比较高的冶炼厂。此外，硫酸胀库的风险，也在当前极端情况下显得更加突出。据安泰科调研，内蒙、陕西、辽宁、河南等北方地区多数锌冶炼厂目前可用硫酸库容量均已处于正常生产水平以下，目前就算以0元/吨到厂价也难以完全消化存量。南方地区相对北方情况略好，云南、四川等地基本还可以本地区消化，而临近耗酸大省湖北周边的几个产区，硫酸销路受限的问题也已经比较突出。整体来看，当前冶炼厂生产暂时不会受到硫酸胀库的限制，若后期物流恢复情况不理想，多家冶炼厂表示将会限制锌锭生产。

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 | |

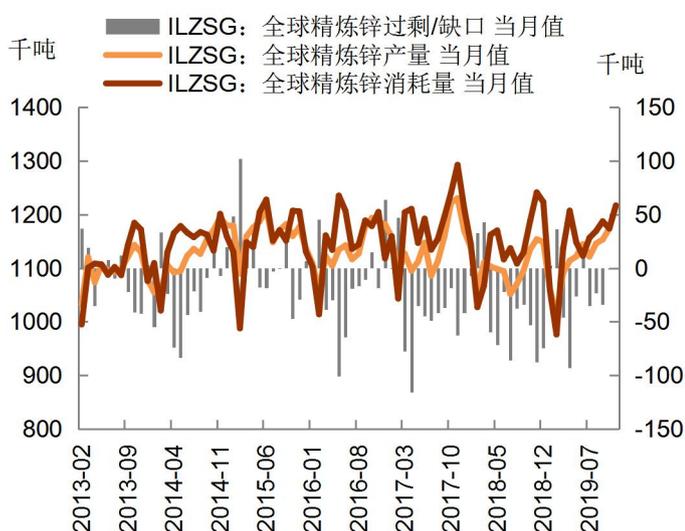
数据来源：安泰科

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

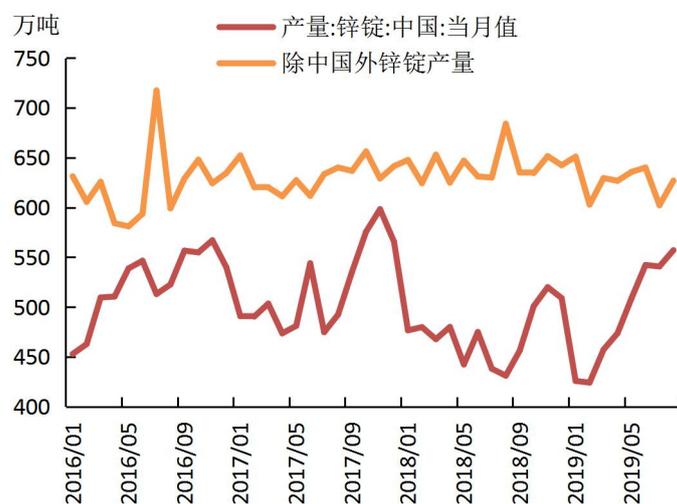
图表 10 全球精炼锌供需平衡表



数据来源：ILZSG, Wind,

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 | 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 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 |

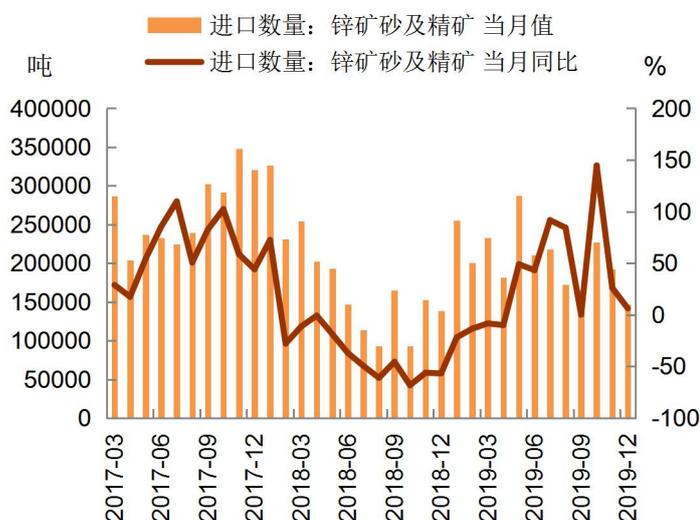
数据来源：ILZSG，Wind，SMM

3、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，进而带动进口精锌矿量增加。海关数据显示，2019年1-11月锌矿累计进口量为285.51万吨，累计同比增加4.86%。

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%。受疫情利空影响，人民币对美元大幅贬值，导致精炼锌进口亏损幅度有所扩大，截止至2月初，亏损约1500元/吨。

图表 14 锌矿进口量累计同比增加

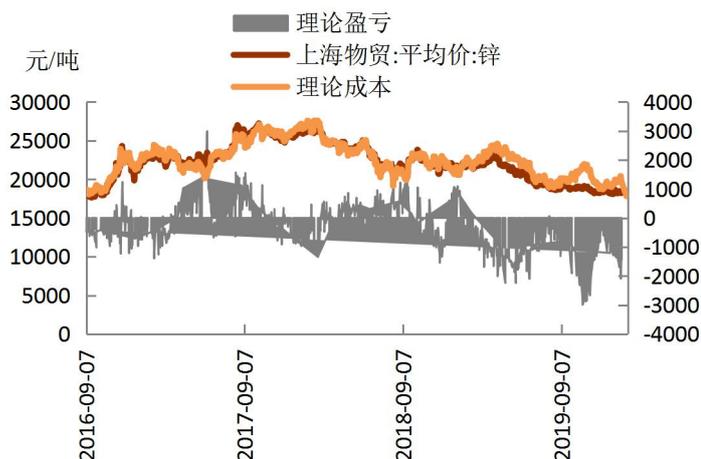


图表 15 精炼锌进口量累计同比减少



数据来源：Wind

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

4、初端消费企业延后复工

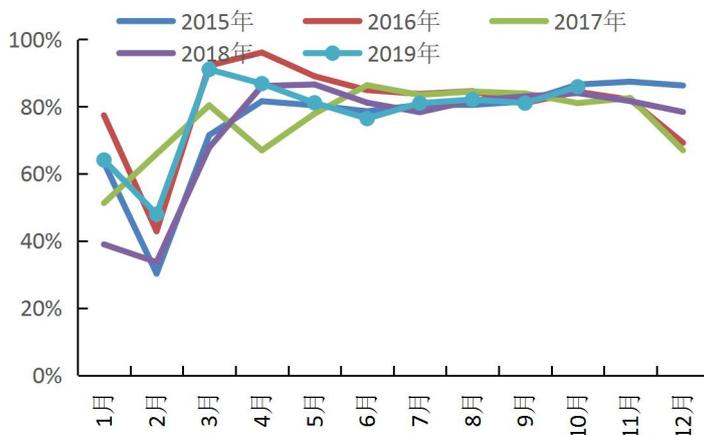
锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

进入1月，临近春节假期，下游基本于中旬陆续步入放假状态。春节假期期间，因新型冠状病毒疫情大幅扩散，国务院办公厅将春节假期延长至2月2日，而江苏、浙江、广东、上海和天津等生产型大省或人口输入型地区，为加强新型冠状病毒感染的疫情防控工作，又另行规定各类企业不早于2月9日24时前复工。从目前SMM调研的情况来看，天津地区某大型镀锌企业延后至2月11日复工；江苏、浙江等地压铸锌合金企业均根据通知延后开工日至2月9日之后。

图表 18 镀锌板出口下滑

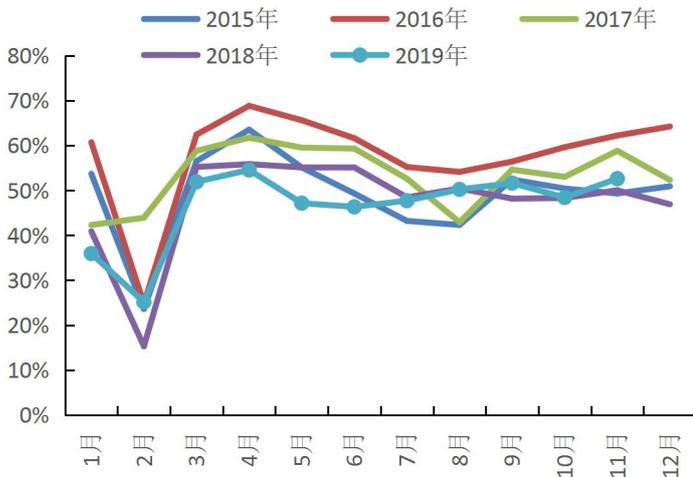


图表 19 镀锌企业开工率

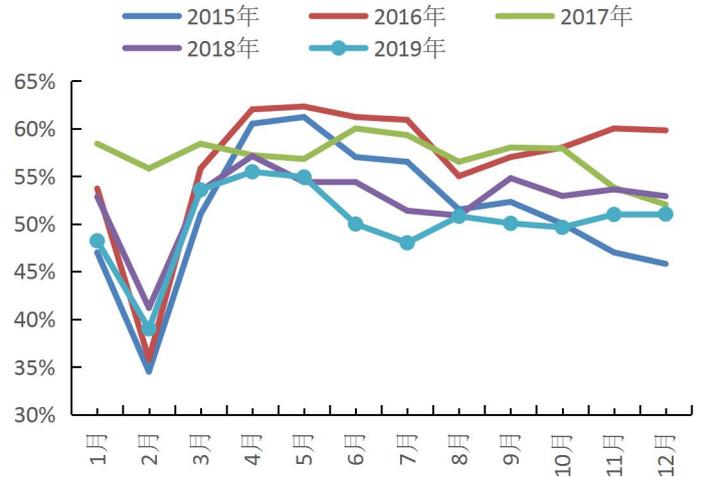


数据来源：Wind, SMM

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

5、短期疫情利空终端消费，中长期影响有限

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，2019 年 1-12 月固定资产投资累计同比增长 5.4%，增速较 1-11 月加快 0.2 个百分点。其中，1-12 月基建增速累计增速收于 3.8%，较前值回落 0.2 个百分点。主因 12 月无专项债发行，财政支出对基建投资的支持力度有限。不过，今年 1 月以来专项债发行较去年同期提前，且可用于基建项目准备金比例较大，财政政策对基建发力较大。同时 1 月以来央行通过降准以及公开市场操作来为财政腾挪空间，确保逆周期政策的效果。受疫情影响，国内大范围延迟复工及劳务人员返程迟缓，短期或影响基建复苏节奏。但考虑到一季度本就是基建淡季，且逆周期调节力度和财政支持继续加码，预计疫情爆发不影响全年基建稳增。

从房地产方面来看：1-12 月房地产投资累计同比增长 9.9%，增速比 1-11 月份回落 0.3 个百分点，增速跌到 10% 之下。其中，施工面积增速持平，竣工面积增速回升至 2.6%，为 2017 年 10 月份以来的首次转正，受 12 月集中交房影响；销售增速有所回落，累计同比再度转负 0.1%。整体来看，除销售外，各分项均有所回升，但与 10 月份相比依然偏弱，显示房地产投资整体仍为趋势下行，房地产投资大概率在一季度将继续缓慢下行。同时，1 月中下旬国内爆发的疫情无疑也对地产销售构成一定冲击，一方面直接抑制了当前需求，另一方面因开工延后，影响了后期推盘供货，对远期销售亦产生不利影响。中长期来看，需要关注疫情发展情况和政策动向。

从汽车方面来看：中汽协统计数据：2019年12月，汽车产销延续了增长态势。当月汽车产销268.3万辆和265.8万辆，环比增长3.5%和8.2%，产量同比增长8.1%，销量同比下降0.1%，汽车销售也有了改善。全年，我国汽车产销分别完成2572.1万辆和2576.9万辆，同比分别下降7.5%和8.2%。1月下旬国内新冠疫情爆发，为应对疫情，全国各地延迟复工，将会对上下游生产造成扰动，降低行业整体产能利用率。同时，疫情也会对汽车零售形成扰动，进店量下滑造成需求后置。整体来看，短期或对汽车生产及销售构成一定冲击，但中长期对行业影响或有限。

从白色家电方面来看：国家统计局数据显示，2019年全年除彩电产量同比出现下滑外，冰箱、空调和洗衣机产量均呈现同比上涨。12月我国冰箱产量为690.2万台，同比增长21.9%；1-12月累计产量为7904.3万台，同比增长8.1%。12月我国空调产量为2034.9万台，同比增长10.9%；1-12月累计产量为21866.2万台，同比增长6.5%。12月我国洗衣机产量为726.5万台，同比增长9.7%；1-12月累计产量为7433.0万台，同比增长9.8%。12月我国彩电产量为2008.6万台，同比增长0.7%；1-12月累计产量为18999.1万台，同比下降2.9%。同样，疫情对于国内家电企业一季度的生产与出货势必产生影响，但后续疫情得到控制，这种影响在一定程度上可以修复。

综上所述，短期疫情利空锌终端消费，中长期来看，影响有限。考虑到锌终端消费仍存韧性，不至于悲观，但也难觅亮点。

图表 22 逆周期加码，2020 年基建有望前高后低

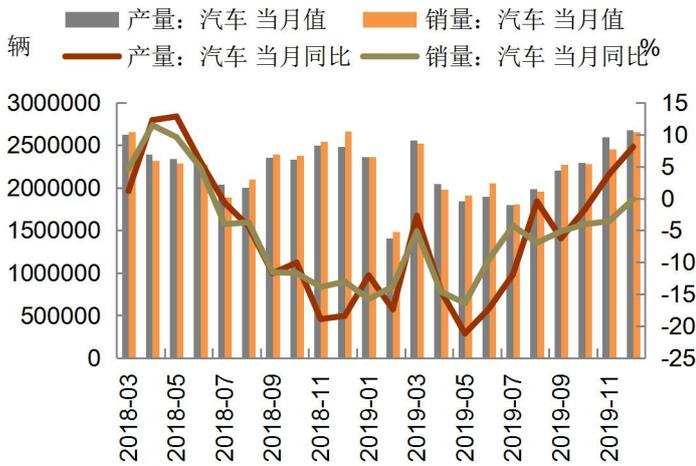


图表 23 房地产维持强韧性

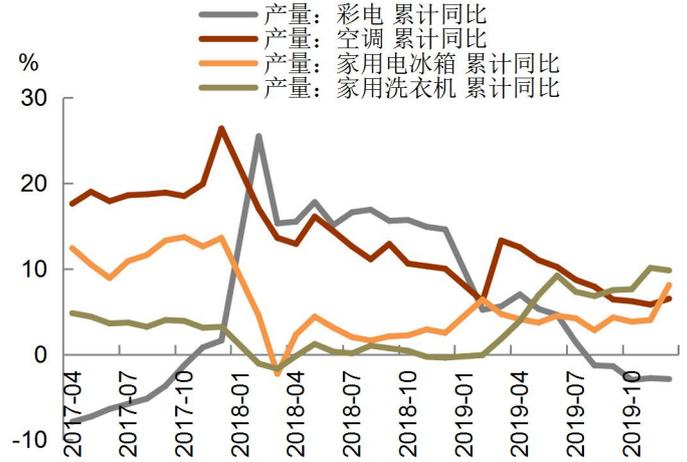


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 24 汽车产销延续增涨态势



图表 25 白色家电产量多增长

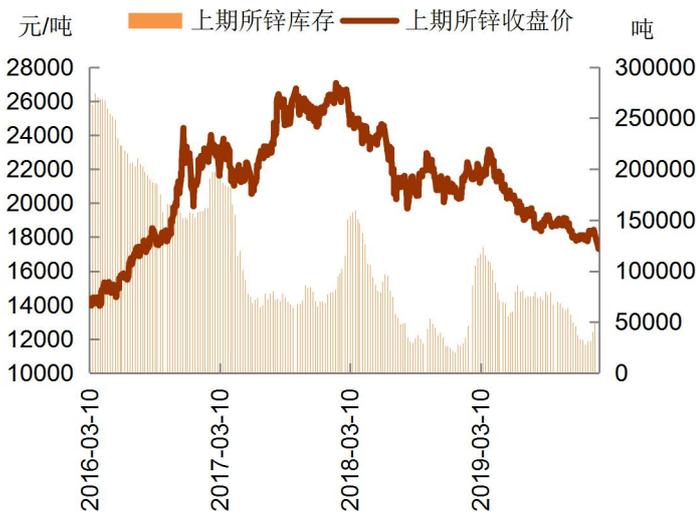


数据来源：Wind，铜冠金源期货

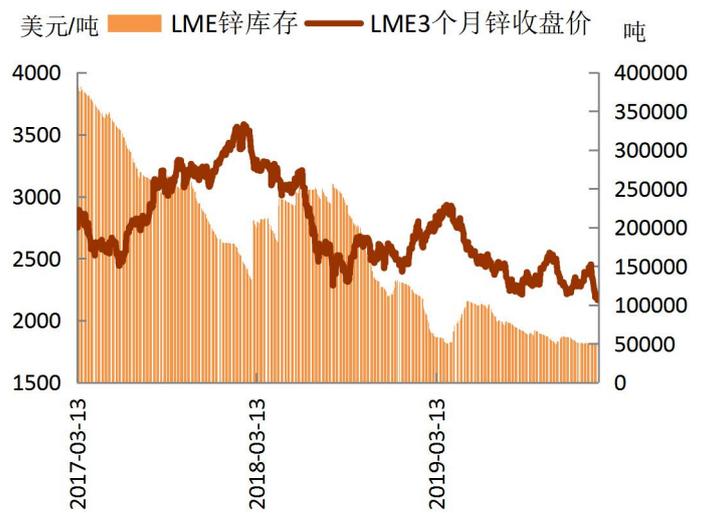
6、疫情影响运输，春节期间显性库存低于预期

1月，上期所库存低位回升，由月初的不足3万吨增加至49273吨，LME 锌库存维持在5万吨附近徘徊，保税区库存维持在7.5万吨以下，受春节假期影响，中旬下游陆续放假，社会库存出现小幅累积，节前报收11.2万吨。春节期间，因疫情影响省际、市际交通运输，冶炼厂不同程度积累了库存，且物流延迟也造成较之正常情况下更多的在途库存，导致显性库存低于预期。据SMM数据，春节期间锌锭累库5.41万吨至16.63万吨，低于节前预估的12-13万吨。但受制于消费推迟，后期累库程度预计将大大增加。

图表 26 上期所锌库存低位回升



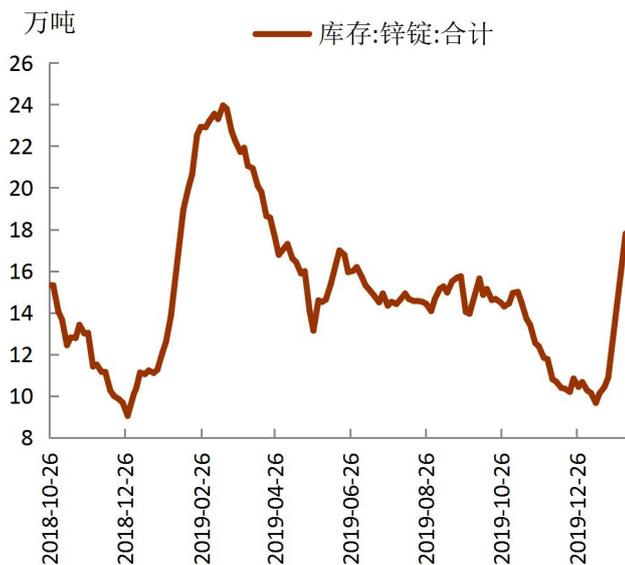
图表 27 LME 锌库存维持九年低位



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 28 春节期间社会锌锭库存累库低于预期

图表 29 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

目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，春节假期期间，虽然国内新型冠状病毒疫情蔓延，但冶炼厂生产基本保持稳定，不过随着各地区出台交通管制措施，将影响矿场及冶炼厂的运输，特别是对于那些进口原料占比较高的冶炼厂。此外，硫酸胀库的风险，也在当前极端情况下显得更加突出，后期不排除冶炼企业因锌矿供给、锌成品及硫酸库存积压等问题而主动缩减产量。锌下游初端企业大部分在1月中旬停产放假，目前多延后至2月9日复工，对产量影响较大。终端消费因延迟复工及劳务人员返程迟缓，将会对生产造成扰动，降低终端各行业产能利用率，短期构成利空影响，但中长期影响有限。此外，因消费推迟，预计锌锭累积库存程度将大大超此前预期，低库存支撑逻辑弱化。当前锌价跌至成本线万七附近，锌价下跌空间有限，预计在疫情明朗之前，锌价或呈现低位震荡。后期关注炼厂是否主动减产及需求恢复情况。

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。