

2019 年 11 月 7 日

星期四

## 供需过剩格局延续

## 锌价走势震荡趋弱

联系人：徐舟

电子邮箱：xu.z@jyqh.com.cn

电话：021-68555105



### 要点

●基本面看，锌矿方面，海外锌矿产量继续增加，增产幅度进一步扩大，预计未来供应将进一步宽松，锌矿过剩的格局仍将持续至 2020 年。锌锭方面，6 月份以来，国内锌锭产量持续走高，已经连续多个月份创出历史新高的单月产量。虽然未来继续增加空间有限，但年内国内锌锭的供应压力依然较大。而下游消费方面，9 月份以来，受到此前消费淡季超预期的缘故，以及环保因素等影响，锌下游初级消费出现了明显疲弱迹象，符合我们此前消费透支的预期。终端需求来看，各个领域参差不齐，整体终端消费依然以震荡走弱为主。整体来看，11 月份随着库存的增长，锌价反弹空间依然有限，走势震荡下跌为主。

风险提示：环保限产力度超预期

## 目录

一、锌市场行情回顾 .....	4
二、锌基本面分析 .....	4
1、海外锌精矿继续增产，明年压力有增无减.....	4
2、锌锭产量继续攀升，未来供应无忧.....	8
3、旺季需求不旺，终端领域好坏不一.....	11
4、10 月社库小幅回升，未来仍有累库预期 .....	14
5、LME 升水持续上涨，国内升水连续回落 .....	15
三、总结与后市展望 .....	16

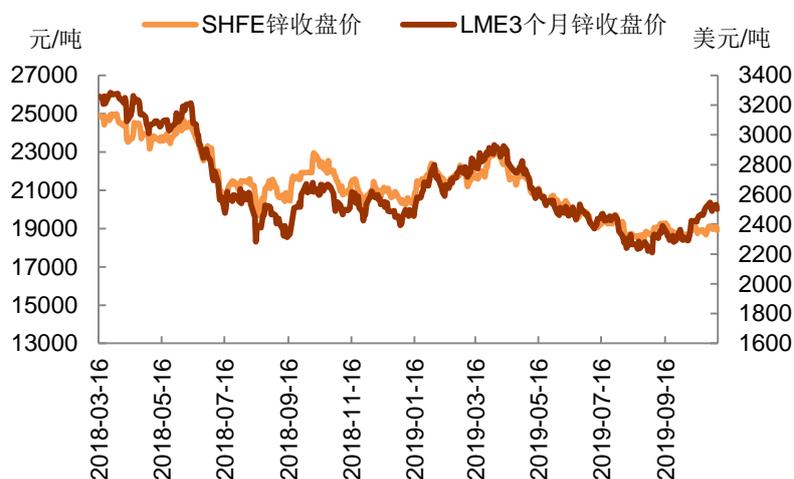
## 图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	4
图表 2 锌矿加工费 .....	5
图表 3 2018-2019 年国外主要锌矿企矿产情况（万吨） .....	6
图表 4 2018-2019 国内锌矿企矿产情况（万吨） .....	6
图表 5 2018-2019 国外锌冶炼增产情况（万吨） .....	7
图表 6 国内锌冶炼增产情况（万吨） .....	7
图表 7 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨） .....	7
图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况 .....	8
图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况 .....	8
图表 10 国内重点冶炼厂检修情况 .....	9
图表 11 锌矿加工费情况 .....	10
图表 12 国内炼厂利润情况 .....	10
图表 13 精炼锌进口盈亏 .....	10
图表 14 SMM 精炼锌产量情况 .....	10
图表 15 锌矿进口情况 .....	11
图表 16 精炼锌进口情况 .....	11
图表 17 锌初级端消费占比 .....	12
图表 18 重点企业镀锌板销量情况 .....	12
图表 19 镀锌企业开工情况 .....	12
图表 20 镀锌板库存情况 .....	12
图表 21 基础设施建设投资数据 .....	13
图表 22 房地产开发投资数据 .....	13
图表 23 汽车当月产量及销量数据 .....	13
图表 24 家电累计产量数据 .....	13
图表 25 上期所锌库存 .....	15
图表 26 LME 锌库存与注销仓单占比 .....	15
图表 27 社会锌锭库存 .....	15
图表 28 保税区库存 .....	15
图表 29 0#锌升贴水 .....	16
图表 30 LME 锌升贴水 .....	16

## 一、锌市场行情回顾

10月份，主力Zn1912合约整体走势以震荡为主，基本处于18500-19300的区间内波动。月初在十一国庆长假之后，锌价从底部开始企稳并逐步上行，最高至19175元/吨；但是19000元/吨上方价格压力增加，锌价涨势停滞，开始逐步回落，最低至18655元/吨，月底在外盘锌价持续上涨带动下，锌价出现报复性反弹，单日涨幅创下多个月来最高，随后锌价在高位窄幅震荡。最终Zn1912合约月底收盘价为18995元/吨，较上个月上涨1.71%；沪锌指数持仓量报收44.3万，增加8万手；成交量报669.3万，下降98.1万手。伦锌表现显著强于国内，10月份伦锌价格震荡上行，价格创出近一个季度来新高，最终月底收盘价为2489美元/吨，涨幅5.33%，持仓量25.1万，增加2.4万手。

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、海外锌精矿继续增产，明年压力有增无减

国际铅锌小组数据显示，2019年8月份全球锌矿产量109.93万吨，环比增加了1.13%，同比增加2.65%；1-8月累计产量849.72万吨，累计同比增加2.33%，单月产量较上个月继续增加，整体保持在高位。这也符合我们此前的预期，我们预计由于大型矿山新建扩建项目投产，2019年全球锌矿产量将继续大幅增加，目前来看全球锌矿产量正在兑现此前预期。

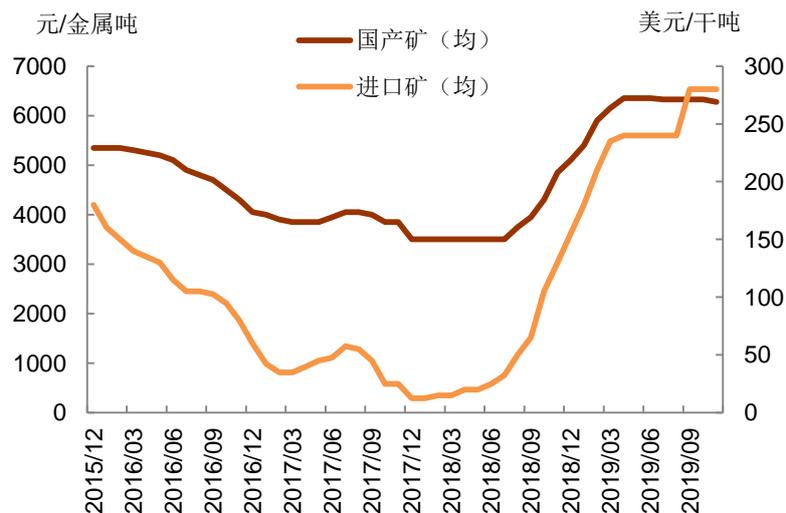
日前五矿资源公布了其今年的三季度业绩报告，第三季锌总产量为6.86万吨，分别比上一季增21%。而这主要得益于Dugald River持续成功达产，锌精矿含锌录得记录以来最高的季度产量47,296吨，较上一季度增加32%。产量增加归因于采矿量、处理量及回收率增加及矿石

品位较高。

国产矿方面，根据上海有色网调研数据，9月国内锌精矿产量为35.80万吨，环比下降0.5个百分点，同比下降8.9个百分点；开工率为78.3%，环比下降了0.4个百分点，同比下降了7.6个百分点。尽管国内矿山产能在小幅增加，但是对于矿山来说，在加工费仍然高企的情况下，矿山的利润空间在随着锌价下跌而逐步收窄，因此国内矿山开工意愿下降，产量较去年出现下滑。但近期国内内蒙地区锌矿加工费开始出现回落，这也将给国内锌矿山利润起到恢复作用，有利于后期的产量增加。

尽管2019年全球锌矿产量出现了大幅增产情况，但是目前增产趋势还未完全结束。随着新扩建项目投产周期的推移，新增产能逐步兑现，预计2020年锌精矿供应量将继续上升，2020年全球锌精矿增量虽较2019年有所收窄但整体增量依然可观。根据统计，近三年以来，海外40多座矿山有增产计划，其中2018年新增产能近50万吨，2019年锌精矿海外增量超100万金属吨，而2020年增产仍将超80万金属吨。因此，未来锌矿端的供应压力仍保持较高水平。

图表 2 锌矿加工费



数据来源：铜冠金源期货整理

图表 3 2018-2019 年国外主要锌矿企矿产情况 (万吨)

公司	矿山	2018 年增减量	2019 年增减量
嘉能可	Mount Isa (含 Lady Loretta 矿)	5.3	8
	McArthur River	2.6	0
印度斯坦锌	Rampura Agucha	-6.1	19.6
	Zawar		
	Sindesar Khurd		
韦丹塔	Gamsberg	7.5	16
新星	Myra Falls	1	3
	Middle Tennessee	2	-0.2
加拿大黄金	Peñasquito	-2.7	5.7
nevsun	BISHA MINE	2	0.4
titan	Empire State Mines	1.3	3.5
telson	campo morado	2.3	1
新世纪尾矿	新世纪尾矿	3.4	22.6
托克	Castellanos	2	3
五矿	Dugald River	13	2.6
	合计	34	85

数据来源: 公司财报, 铜冠金源期货

图表 4 2018-2019 国内锌矿企矿产情况 (万吨)

地区	企业	2018 年增减量	2019 年增减量
内蒙	国森二道河	0	1
	银漫矿业	2	1.5
	高尔奇	0.2	1
	国金八岔沟	0.7	2.2
	盛达金都	0.2	0.6
	盛达光大	0.6	0.5
	利比亚矿业	0	1
西部地区	新疆火烧云铅锌矿	0	1
	郭家沟	1	2
黑龙江	尹春翠宏山	2	0.5
其他地区		0.3	4.2
	合计	7	15.5

数据来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 5 2018-2019 国外锌冶炼增产情况（万吨）

国家	冶炼厂	2018 年增减量	2019 年增减量
印度	Hindustan Zinc	-6	6
韩国/澳大利亚	Korea Zinc	-1	3
泰国	Padaeng	0	0
加拿大	CEZ	8	0
秘鲁	Nexa	2	0
美国	Mooresboro	0	5
墨西哥	Penoles	3	5
法国/比利时	Nyrstar	2	0
合计		8	19

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 6 国内锌冶炼增产情况（万吨）

企业名称	原产能	锌产能	实际投产时间	备注
白银有色	29	10	2016Q3	已达产
安阳峨山	0	3	2016Q2	已达产
四环锌锗	17	5	2018Q3	达产中
文山锌铟	2	8	2018.11	达产中
汉源俊磊锌业	5	4	2019.06	在建
汉源源富锌业	2	2	2019.06	在建
凉山索玛	5	5	2019.04	在建
会理铅锌（鑫沙）	0	10	2020	在建
葫芦岛	39	10	2020	产能置换
祥云飞龙	18	15	2021	规划
贵定盛源（河池）	0	10	2021	规划

数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 7 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）

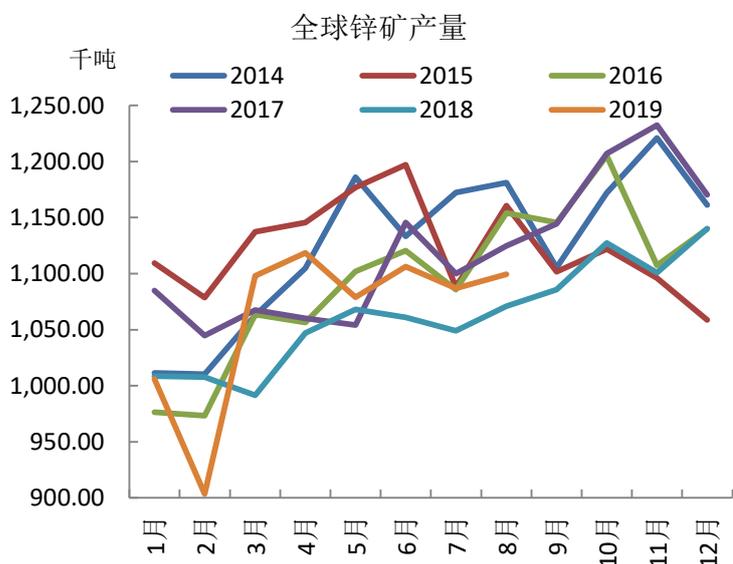
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年*
锌矿供应	1303.6	1347.1	1368.1	1280.2	1277.5	1303	1387
增速		3.34%	1.56%	-6.4%	-0.2%	2%	6%
精锌产量	1298	1339.8	1381.2	1354.7	1321.9	1342	1381
增速		3.22%	3.09%	-1.92%	-2.42%	1.40%	3.00%
精锌需求	1315.1	1367.5	1364.3	1367.5	1368.7	1374	1388
增速		3.98%	-0.23%	0.23%	0.09%	0.40%	1.10%

精锌平衡表	-17.1	-27.7	16.9	-12.8	-46.8	-32.2	7.2
-------	-------	-------	------	-------	-------	-------	-----

数据来源：ILZSG

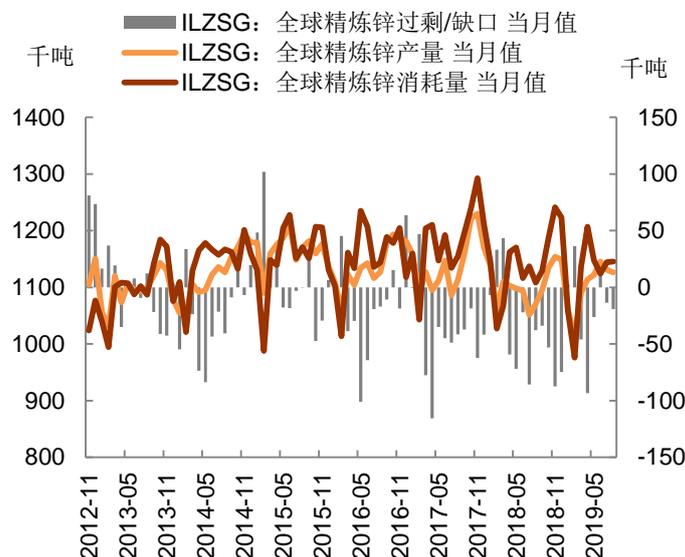
注：\*表示为预估值

图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况



## 2、锌锭产量继续攀升，未来供应无忧

根据国家统计局的数据，9月份精炼锌产量达54.8万吨，同比增加18.9%。1-9月累计产量达458.3万吨，累计同比增加9.5%。无论是9月单月产量同比还是1-9月份累计产量增速都继续大幅扩大。

SMM调研数据，9月份中国精炼锌产量51.57万吨，环比增加3.3%，同比增加15.43%。1-9月精炼锌累计产量为424.7万吨，累计同比增速为7.08%。9月，国内精炼锌产量继续攀升，创历史单月新高。从企业的调研中发现，冶炼企业普遍开工积极性高，高利润下炼厂增加投料量且延后检修时间以换取更多利润。从分企业来看，汉中、株冶、四环产量小幅提升；河池南方、赤峰中色、兴安铜锌检修结束后9月也贡献较大增量。

10月，国内锌锭产量预计将进一步增加至52.13万吨，环比增加1.09%，同比增加13.50%。1-10月份累计产量预计7.75%。部分前期检修企业产量进一步释放贡献小部分增量。

加工费来看，11月国产锌矿加工费报6050-6500元/金属吨，均值较上个月下降50元/吨；进口锌矿加工费报270-290美元/干吨，均值和上个月持平。国内加工费下降也和此前国内矿山利润大幅回落导致产量下降有关。

整体来看，6月份以来，国内锌锭产量处于历史高位，国内精炼锌供应量也因此大幅增加。后期来看，尽管由于国内产能空间有限，但是随着开工率回升，未来单月产量将持续保持在

50万吨之上。因此，年内国内锌锭的供应压力将非常大。

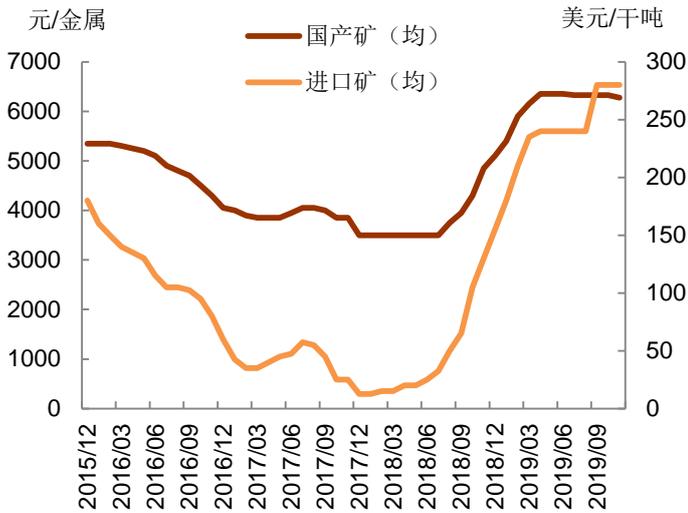
进出口方面，海关数据显示，9月进口锌精矿为29.47万吨，同比增加了32.16%，1-9月份累计进口锌精矿225.75万吨，同比增加了2.01%。9月精炼锌进口量3.12万吨，环比下降了53.83%，同比下降了54.01%，1-9月累计进口47.35万吨，同比上升10.76%。9月份情况来看，国内锌精矿进口继续增加，主要是国内炼厂开工率上升需求所致，后期预计进口还将继续保持在高位。同时，精炼锌的进口则出现了大幅下降，这主要和精炼锌的进口亏损有关，目前精炼锌的进口亏损依然处于高位，预计后期的精炼锌进口还将继续处于低位。

**图表 10 国内重点冶炼厂检修情况**

地域	企业名称	企业动态	检修时长
东北	葫芦岛锌业	正常生产	暂无检修
西北	汉中锌业	减产	减产
华南	中金岭南	正常生产	1月
华中	株冶火炬	减产	3月
西南	驰宏锌锗	正常生产	7月；8-10月；11-12月
华中	豫光锌业	正常生产	5月；10-11月
西南	河池南方	正常生产	1月
西北	陕西东岭	减产	减产
华北	赤峰中色锌业	正常生产	5月下旬-8月
华北	巴彦淖尔紫金	正常生产	8-9月初
西南	四川宏达	正常生产	2月；6-9月
西北	陕西锌业	正常生产	5-6月；7-9月
西南	祥云飞龙	正常生产	暂无检修
西南	云铜锌业	正常生产	3月
西南	四环锌锗	检修	3-4月
西北	白银有色	正常生产	4-6月初；7-9月

数据来源：SMM

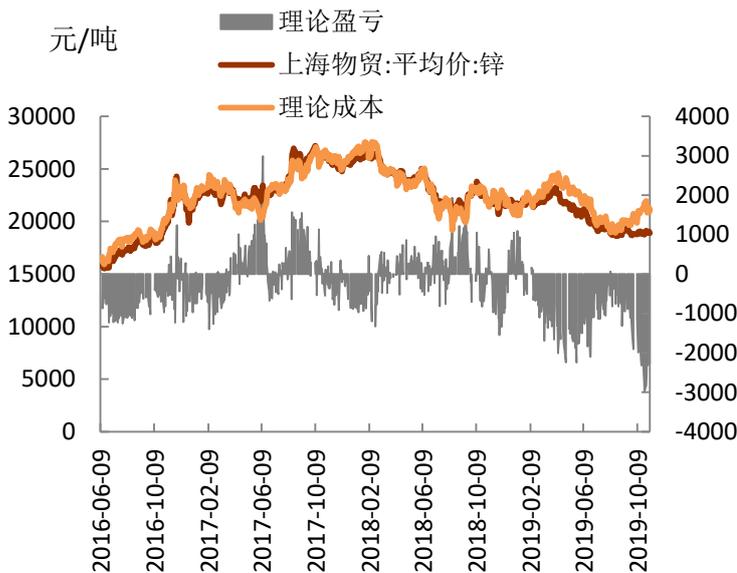
图表 11 锌矿加工费情况



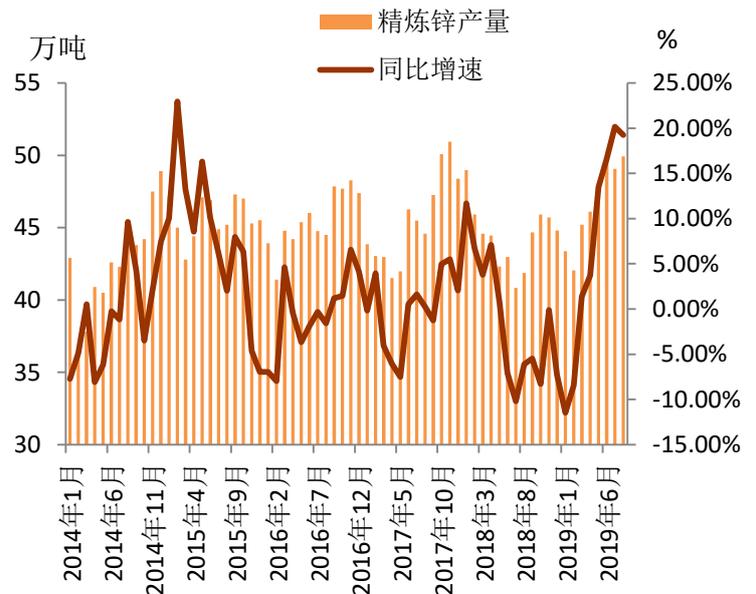
图表 12 国内炼厂利润情况



图表 13 精炼锌进口盈亏

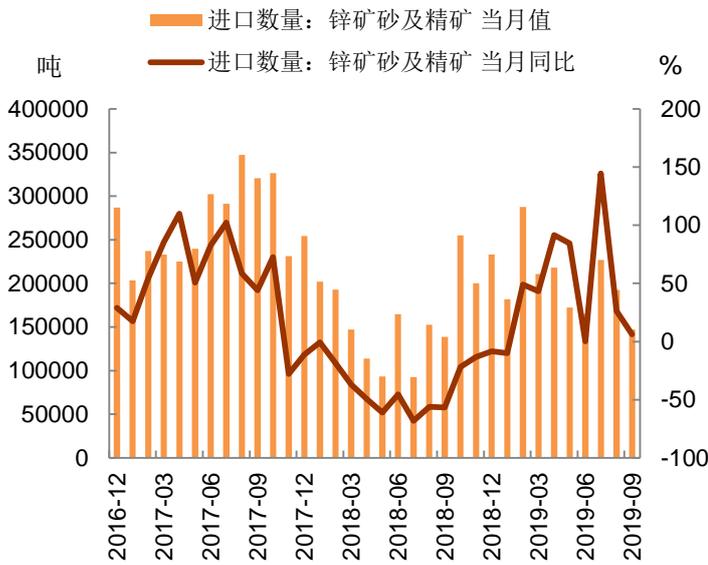


图表 14 SMM 精炼锌产量情况

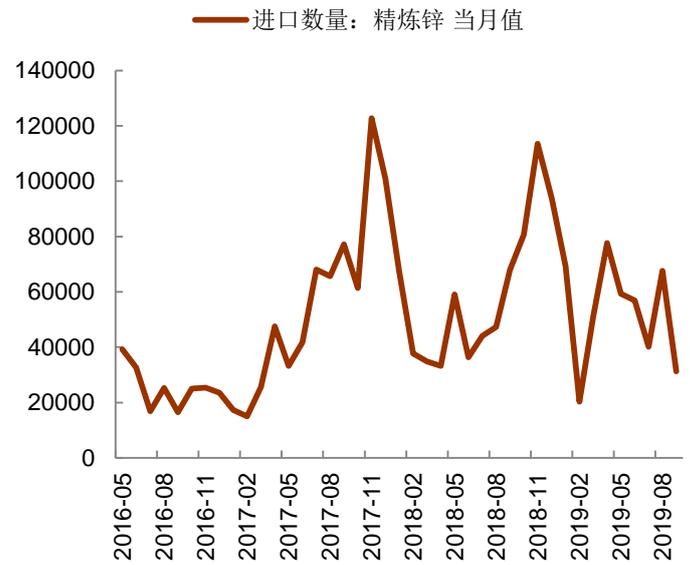


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表 15 锌矿进口情况



图表 16 精炼锌进口情况



数据来源：海关总署，铜冠金源期货

### 3、旺季需求不旺，终端领域好坏不一

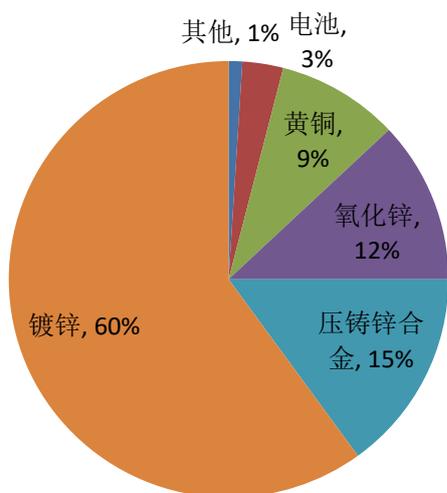
锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

2019 年 1-9 月全国重点企业镀锌板累计产量 1585.95 万吨，累计同比减少 5.62%；1-9 月镀锌板累计销量为 1551.86 万吨，累计同比减少 5.33%。钢联数据显示，9 月全国镀锌企业库存为 31.33 万吨，较去年减少 36.4%。

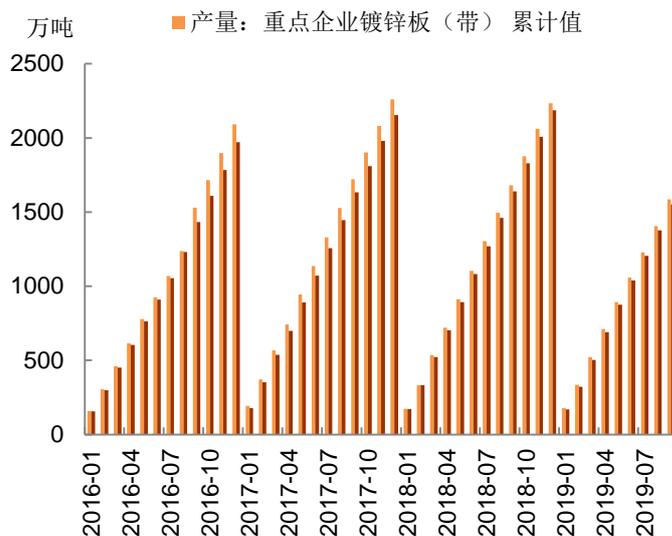
根据上海有色网调研数据显示，9 月镀锌企业开工率为 81.04%，环比下降 1.06 个百分点，同比下降 3.61 个百分点。9 月镀锌企业开工率环比下降的原因在于临近国庆假期，河北、天津等北方地区镀锌企业环保限产，部分大型企业限产 30%，中小型环保不达标企业直接停产。压铸合金方面，9 月压铸锌合金企业开工率为 51.61%，环比增长 1.41 个百分点，同比增长 3.46 个百分点。

整体来看，由于淡季国内镀锌开工的超预期情况，国内锌需求在淡季出现了明显的超预期增长。但是在进入旺季之后，下游消费需求开始出现了明显的透支情况，包括由于环保的影响因素等，镀锌开工出现回落。预计未来国内锌需求难以继续保持之前的乐观预期状态，我们继续维持悲观的预期。

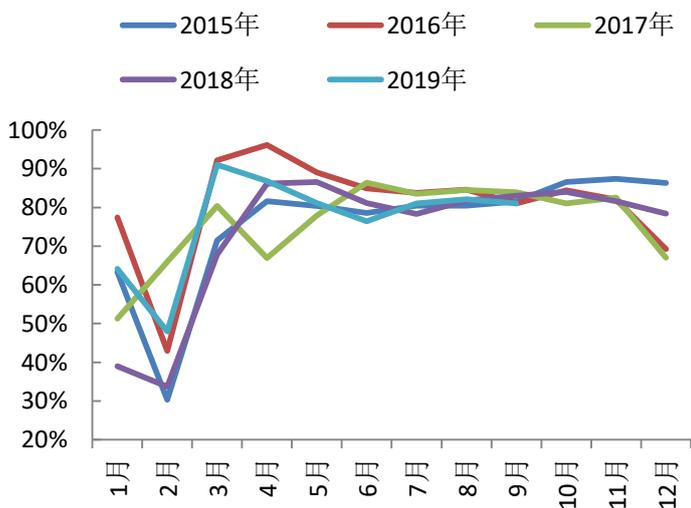
图表 17 锌初级端消费占比



图表 18 重点企业镀锌板销量情况



图表 19 镀锌企业开工情况

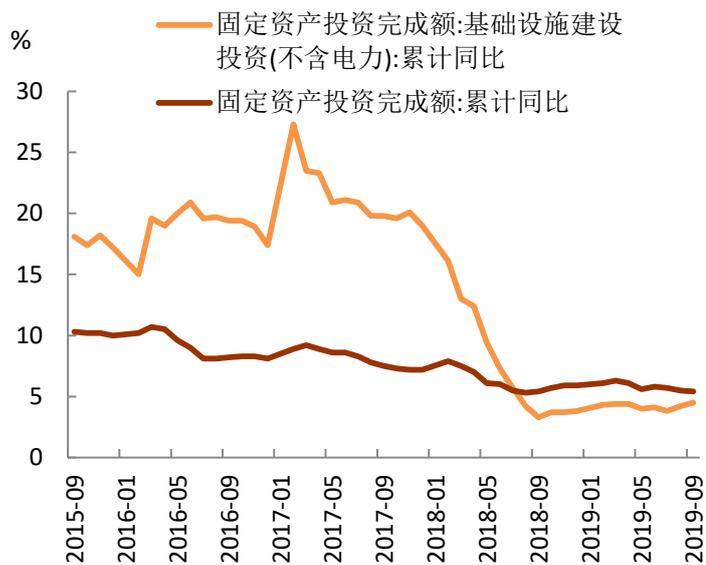


图表 20 镀锌板库存情况

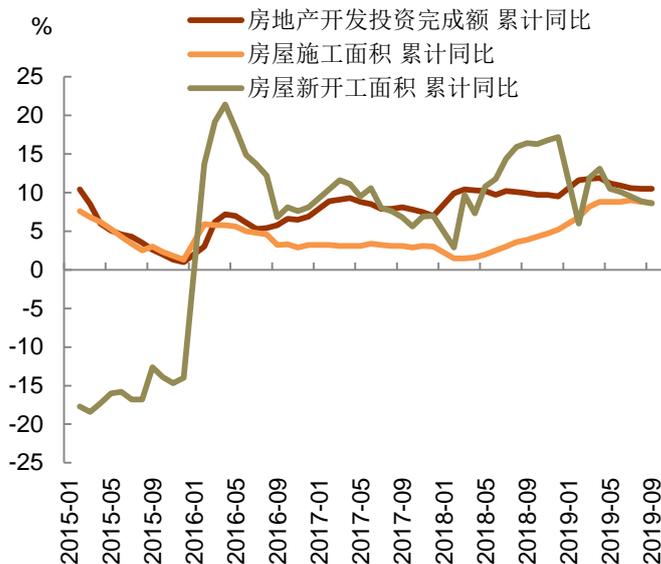


数据来源：Wind, SMM, 铜冠金源期货

图表 21 基础设施建设投资数据

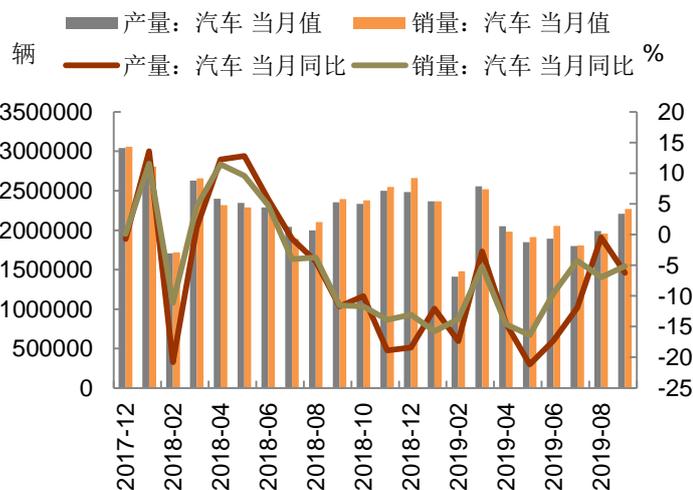


图表 22 房地产开发投资数据

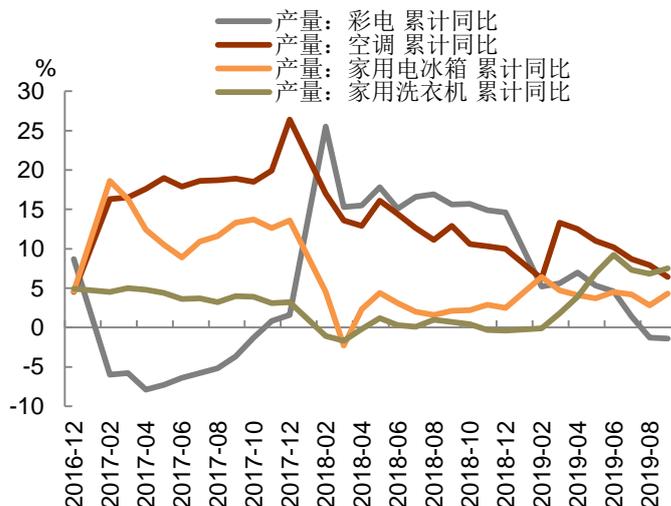


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 23 汽车当月产量及销量数据



图表 24 家电累计产量数据



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

锌终端需求主要包括基建房地产、汽车、家电等。

镀锌板主要应用于基建、厂房等,从终端消费领域来看,基建房地产仍是锌的消费大头,此外汽车也是锌下游消费的一大支撑。

**基建投资方面:** 统计局数据显示,1-9月固定资产投资累计同比名义增长 5.4%,较 1-8月累计增速小幅下降 0.1 个百分点,也仍低于上年末 0.5 个百分点。从三大类投资看,基建投资增速出现回升,房地产投资增速弱势,制造业投资增速则进一步小幅回落。具体数据来看,1-9月基建投资(不含电力)同比增长 4.5%,与 1-8月累计增速上升 0.3 个百分点。尽

管 1-9 月份基建投资企稳回升状态，这主要有季末的因素存在，但是随着今年专项债使用额度用尽，新额度投入还有时间，未来基建投资增速难以连续回升。

**房地产方面：**房地产投资增速走势小幅回升。9 月房地产开发新增固定资产增速累计同比上升 4%，比 8 月上升 0.6 个百分点。同时地产投资的其它指标也均出现回暖，2019 年 1-9 月份国内房屋新开工面积 165706.71 万平方米，同比增加 8.6%，增速连续 5 个月下滑；房屋竣工面积 46748.28 万平方米，同比下降 8.6%，下降幅度继续收窄；商品房销售面积 119178.53 万平方米，同比下降 0.1%，下降幅度同样连续收窄。从 9 月份的房地产数据来看，延续了 7 月份以来的回暖态势，虽然新开工面积累计增速连续 5 个月下滑，但是竣工面积和房产销售面积增速下降幅度都连续收窄，同时房地产新增投资出现大幅回升。整体而言，虽然房地产市场受到国家政策调控，但在整体回落过程中还是比较坚挺。

**汽车方面：**市场仍在持续下行趋势。中国汽车工业协会统计，9 月我国汽车产销量分别完成 220.9 万辆和 227.1 万辆，同比分别下降 6.24%和 5.15%，产量单月降幅大幅扩大，销量单月降幅有所收窄。1-9 月，汽车产销分别完成 1814.9 万辆和 1837.1 万辆，产销量比上年同期分别下降 11.4%和 10.3%，产量降幅比 1-8 月收窄 0.7 个百分点，销量降幅比 1-8 月缩小 0.7 个百分点。9 月汽车产量数据再度走弱，主要和汽车行业在补库之后再度走弱的趋势有关，销量情况来看，整体还是弱于去年同期，但是由于去年基数较低缘故，整体跌幅收窄。未来国内汽车行业依然不容乐观，但是由于季节性因素缘故，产销水平环比继续回暖。

**白色家电方面：**1-9 月家电生产表现好坏不一，空调彩电产量累计增速继续回落，但是冰箱和洗衣机增速都出现了回升。彩电累计产量同比下降 1.4%，较 1-8 月下降 0.1 个百分点；空调累计同比增 6.4%，较 1-8 月回落 1.5 个百分点；冰箱累计同比增 4.3%，较 1-8 月回升 1.5 个百分点；洗衣机累计同比增加 7.5%，较 1-8 月上升 0.7 个百分点。白色家电方面摆脱了 8 月份的低迷，9 月份数据参差不齐，随着地产销售企稳，后期家电产销也有望出现回升。

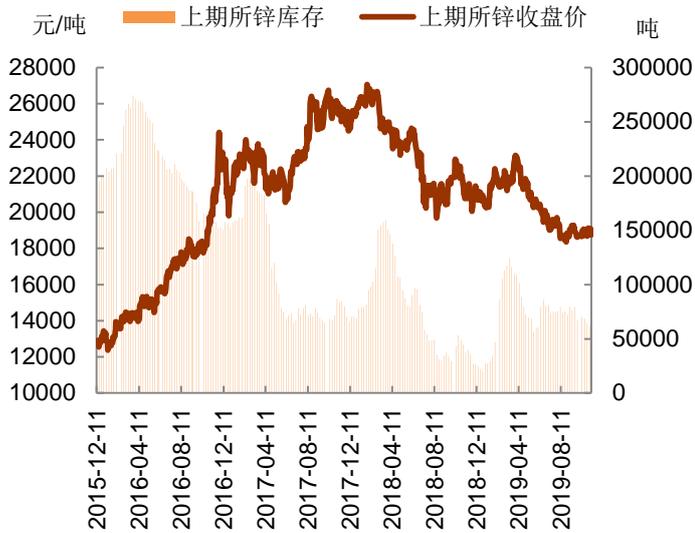
#### 4、10 月社库小幅回升，未来仍有累库预期

10 月 LME 锌库存延续回落格局，月初库存保持在 6.7 万吨左右，随后库存缓慢减少，至月底库存为 5.5 万吨，较上月底下降 1.2 万吨。

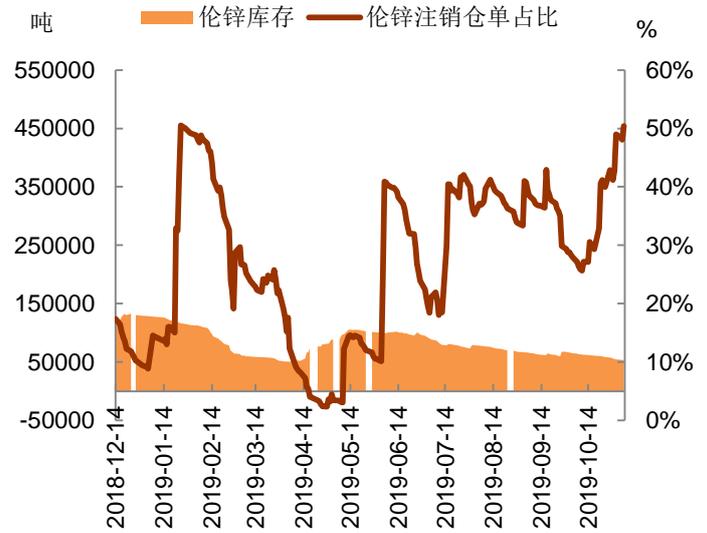
上期所库存同样延续震荡回落走势，10 月最后一周报收 64075 吨，月度减少 3125 吨。社会库存延续下滑走势，10 月份库存则小幅回升，符合我们此前预期，库存报收 14.30 万吨，较上个月增加 0.35 万吨。保税区库存同样持续回落，9 月底保税区库存报收 8.22 万吨，较上个月下降 0.39 万吨。

国内锌锭库存一直未能兑现市场的累库预期，主要是和国内淡季的消费超出预期有关。即使国庆节后，市场累库也不及往年同期水平。但根据我们测算，随着由于需求透支影响，未来锌锭库存将逐渐回升。

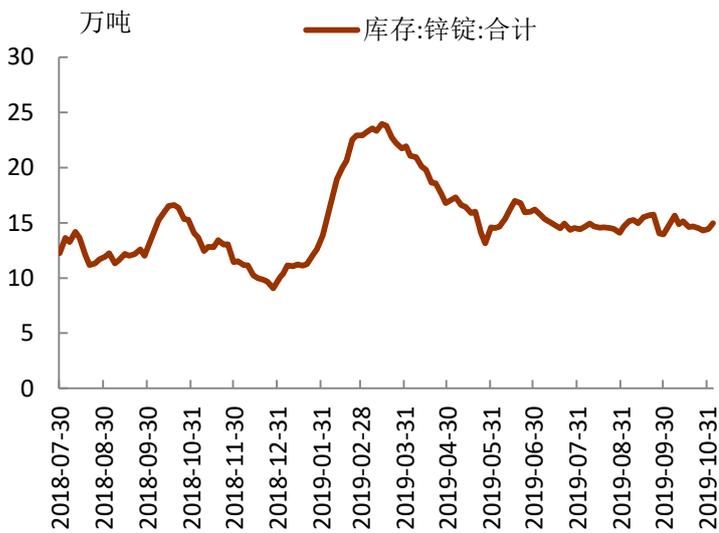
图表 25 上期所锌库存



图表 26 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 27 社会锌锭库存



图表 28 保税区库存



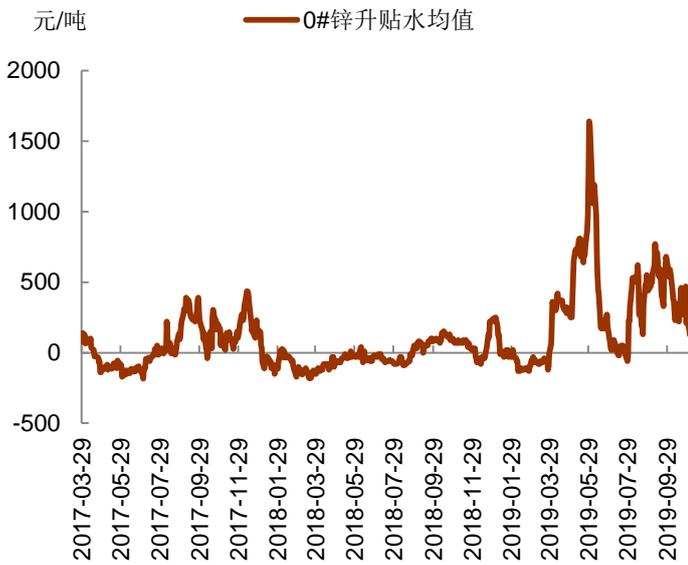
数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

### 5、LME 升水持续上涨，国内升水连续回落

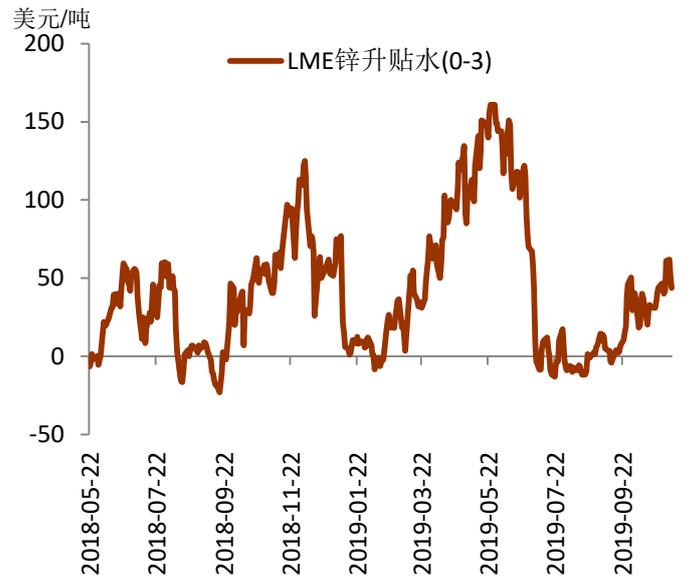
10 月 LME 锌现货升水走势震荡上行，10 月初 LME 锌现货升水小幅回落之后，由于受到 LME 库存持续下降的支撑，LME 锌现货升水开始逐步走高，至月底，最高上行至 45 美金之上。

10 月份国内现货升水走势则延续了此前震荡回落的格局，10 月初现货升水一度维持在将近 400 元/吨附近，但是随着社库的逐步回升，以及市场对于未来供应增加的担忧，现货升水开始逐步回落，月底降到了 300 元/吨一线。预计随着未来库存回升，国内沪锌现货升水将继续震荡走低，但是整体库存的低位，预计现货还将保持升水格局。

图表 29 0#锌升贴水



图表 30 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 三、总结与后市展望

基本面看，锌矿方面，海外锌矿产量继续增加，增产幅度进一步扩大，预计未来供应将进一步宽松，锌矿过剩的格局仍将持续至 2020 年。锌锭方面，6 月份以来，国内锌锭产量持续走高，已经连续多个月份创出历史新高的单月产量。虽然未来继续增加空间有限，但年内国内锌锭的供应压力依然较大。而下游消费方面，9 月份以来，受到此前消费淡季超预期的缘故，以及环保因素等影响，锌下游初级消费出现了明显疲弱迹象，符合我们此前消费透支的预期。终端需求来看，各个领域参差不齐，整体终端消费依然以震荡走弱为主。整体来看，11 月份随着库存的增长，锌价反弹空间依然有限，走势震荡下跌为主。

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。