

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（半年报）

冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

张圣涵

一德期货研究院

2019-7-5



张圣涵  
研究院铅锌分析师  
期货从业资格号：  
F3022628  
投资咨询从业号：  
Z0014427  
[769995745@qq.com](mailto:769995745@qq.com)

一德期货有限公司

电话：（022）59182510  
网址：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)  
地址：天津市和平区解放北路  
188号信达广场16层  
邮编：300051

## ■ 核心观点与逻辑

全年来看，全球锌矿供应恢复大格局不变，国内外实际加工费维持较高水平。在高利润刺激下国内冶炼瓶颈逐渐打破，从矿端传导至冶炼端的锌供应回升超预期兑现。尽管目前国内外库存与往年相比仍处于低位水平，但随着锌锭产量回升，加之锌锭进口量较为理想，下半年锌锭表观消费量或较为乐观。6-8月为传统消费淡季，目前锌锭已经出现了累库迹象。预计三季度锌价在宏观悲观预期带动下表现疲弱。此外宏观层面要关注中美关系进展，由于其变数较大，或对市场情绪和价格带来一定扰动影响。同时还需注意冶炼产能是否会出现饱和对锌锭产出的抑制影响。

## ■ 投资策略

- 策略上我们建议投资者前期空单继续持有，同时等待反弹沽空加仓的机会。

# 目 录

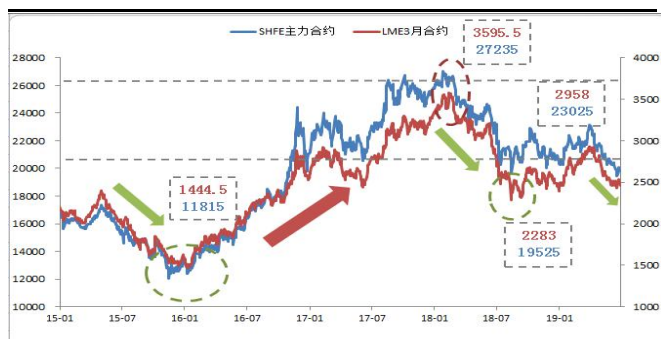
1. 2019 年上半年行情回顾： .....	2
2. 全球锌矿恢复性增长已成定数： .....	<b>错误！未定义书签。</b>
3. 精炼锌供给分析： .....	5
3.1 炼厂利润高企，复产进度超预期.....	5
3.2 库存出现累积，基本面不支撑近月升水拉大.....	7
4. 下游需求分析：消费淡季来临，经济下行压力下需求表现或不佳.....	8
5. 总结： .....	10
免责声明.....	11

半年报：冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

## 1. 2019 年上半年行情回顾：

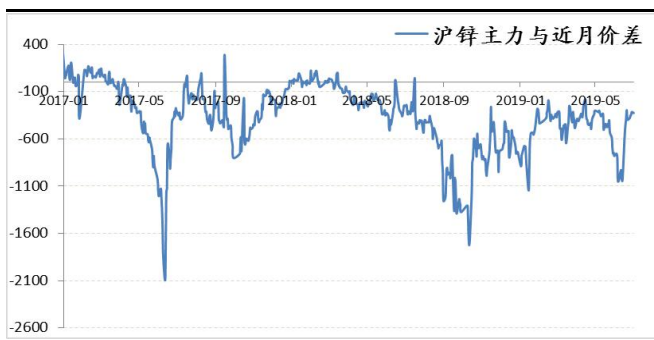
上半年国内外锌价冲高后迅速回落，形成了一个明显的“倒v”字型。4月初分别最高达到23025元/吨和2958美元/吨，之后接连重创下挫，目前已经分别跌破20000元/吨和2500美元/吨平台。一季度末随着消费旺季来临，国内外库存出现明显回落，加之国内政府出台了相关刺激政策，市场流动性趋松，信心得到一定恢复，由此带动内外锌价在一季度末表现较为强势。4月初，锌价开始扭转向下。其主要由于冶炼厂瓶颈在利润的驱动下迅速打破，锌锭供应随之上升，加之消费从6月份开始出现季节性走弱，并且今年整体消费同比出现明显下滑，中美贸易战带来的市场悲观情绪进一步助推锌价表现疲弱。

图 1.1：沪伦两市价格走势



资料来源：wind，一德研究院

图 1.2：沪锌月间价差结构



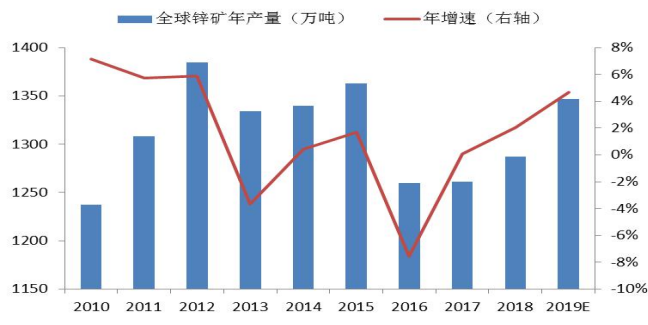
资料来源：wind，一德研究院

## 2. 全球锌矿恢复性增长已成定数

2017 年锌价的大幅上涨带动矿企利润恢复，2018 年全球锌矿企业陆续开始增产复产。去年最显著的特征是海外矿山恢复速度明显快于国内，进口矿对国产矿替代效应增强。而今年年初由于锌精矿进口窗口一直关闭，锌精矿流入受到一定程度打压，加之澳大利亚位于昆士兰的 Mount Isa 矿区 2-3 月受到洪水冲击，锌精矿运输受到不同程度的影响，致使澳大利亚进口量录得直线下滑。但随着后期洪水影响消退，矿区运输转至正常下，澳大利亚后续进口量有集中表现。5 月中旬开始矿石进口窗口有所开启，进口量出现明显增加。另外今年伴随着国内区域性的大面积小矿山淘汰和关闭结束，内蒙、新疆以及西藏等地区的部分矿山产量逐渐进入放量阶段，加之近两年内外矿品位提升，冶炼厂原料供应呈现宽松状态。但仍需注意的是如果锌价持续下跌，当价格击穿矿山成本（国内预计锌价在 18500 元/吨附近，LME 预计在 2000 美元/吨附近），矿山实际减产可能会兑现。

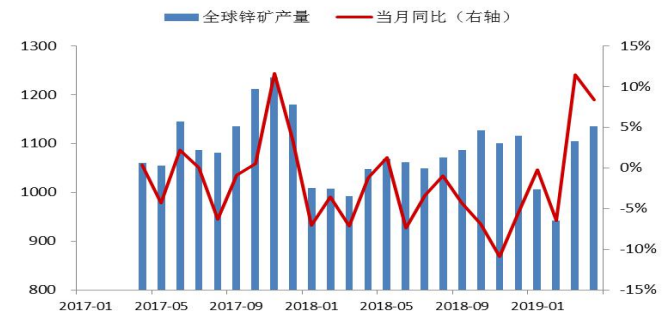
半年报：冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

图 2.1：2010-2018E 全球锌矿年产量及年增速（万吨）



资料来源：wind，一德研究院

图 2.2：2017-2019 全球锌矿月产量及当月同比（千吨）



资料来源：wind，一德研究院

表 2.1：2017-2019 年国外矿山预估新增锌产能释放增量（万吨金属锌）

公司	矿山	国家	2018	2019	最新动态
MMG	Dugald River	澳大利亚	15	2-3	2018 年 5 月 1 日投入商业化生产，2018 年全年 14.7 万吨，高于预期 11-12 万吨，预期 2019 年 16.5-17.5 万吨
New Century(MMG)	Centry	澳大利亚	5	6	预计 2019 年一季度达到产能 8 万吨利用率，年底达到 15 万吨产能利用率，估测 19 年 11 万吨产量
Vedanta	Gamsberg	南非	0	20	Vedanta Zinc International 公司位于纳米比亚的 Skorpion 锌精炼厂将停工 5 周。因公司采矿承包商举行罢工，导致精炼厂库存耗尽。
HindustanZinc	Rampura Agucha	印度	0	1	地下工程未建成，2019 年一季度，Rampura Agucha 露天转地下工程将建成投产
	Sindesar Khurd		0	2	2018 年第四季度，完成扩建。预计 2019 年一季度出量。
Nyrstar	Middle Tennessee	美国	2.5	5	2017 年第二季度复产，估计全年产量为 4.5 万吨左右。
Glencore	Lady Loretta	澳大利亚	3	13	矿复产计划 2018 年初预期，上半年产量同比下滑了 3 万吨，矿区因品味上升产量增长了 2.7 万吨。
	McArthur River	澳大利亚	5		
Teck	Antamina	秘鲁	0	-8~-5	铜锌矿石处理量的增加和矿石品位的提升，预计 2018~2020 年 Antamina 锌矿的产量将维持在 35 万吨左右
Trafigura	Castellanos	古巴	3	1	2018 年初已经，一季度锌精矿产量 8000 吨
其他			1.5	3-4	
总计			35	45-50	

资料来源：新闻整理，一德研究院

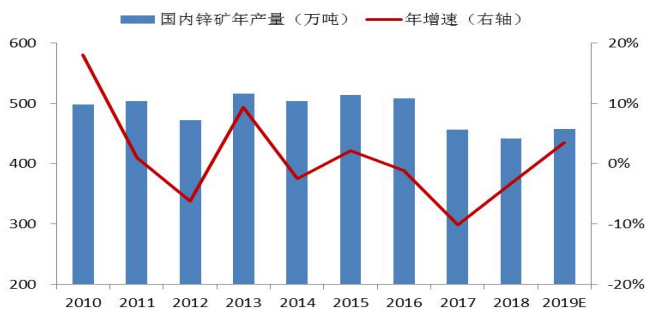
半年报：冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

表 2.2：国内主要锌矿企业 2018 年新增产能（万吨）

省份	企业	2018年预计增量	2019年预计增量	说明
内蒙古	国森二道河铅锌矿	0	1	2018 年新矿山投产，品位都在 10% 以上
	银漫矿业	2	1.5	2月23日，银漫矿业通勤车由辅助斜坡向井下运送工人时，由于刹车出现问题，车辆失去控制，撞在辅助斜坡道四车场巷道帮，截至24日，已造成21死29伤。公司24日收到西乌珠穆沁旗应急管理局下发的现场处理措施决定书责令其停产停业整顿。
	高尔奇铅锌矿	0.2	1	2018年8月开始试生产
	国金矿业八岔沟	0.7	2.2	
	盛达金都矿业	0.2	0.6	3月已获安全生产许可证，预计二季度可达产
	盛达光大矿业	0.6	0.5	
	利比亚矿业	0	1	一期项目原计划 2018 年 9 月试生产。目前矿山井下工程基本完成，年内难以释放有效增量
新疆	新疆火烧云铅锌矿	0	1	尚未获得采矿权，投产日期尚不确定
甘肃	郭家沟铅锌矿	1	2	选厂已经建成，投产日期持续被推迟，具体投产时间待定
黑龙江	伊春翠宏山铁锌矿	0	0.5	
青海	博强矿业	0	0.2	
	其他	0.3	3.5	
	总计	5	15	

资料来源：SMM、一德有色

图 2.3：2010-2018 国内锌精矿产量（万吨）与增速



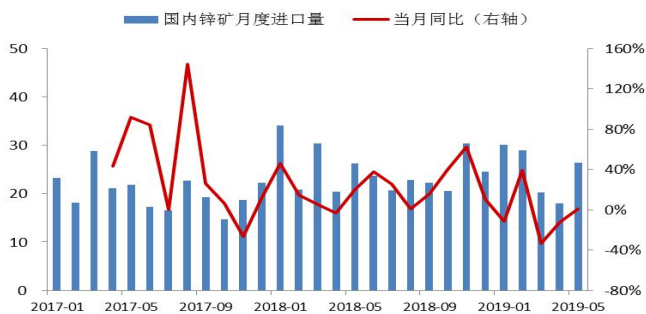
资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 2.4：2016-2018 国内锌精矿港口库存



资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 2.5：2017-2019 国产矿进口量与增速



资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 2.6：2010-2018 国内锌精矿对外依存度



资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心



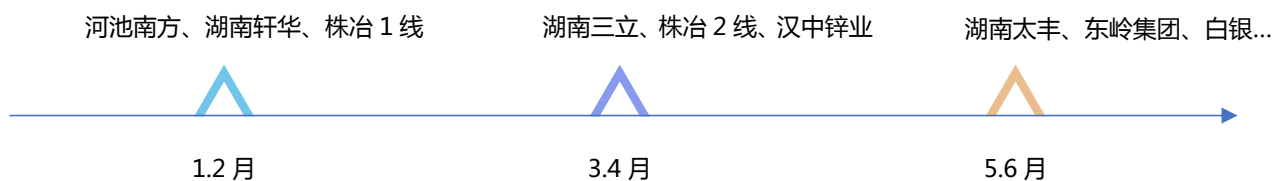
半年报：冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

### 3. 精锌供给分析

#### 3.1 炼厂利润高企，复产进度超预期

由于加工费持续处于高位，根据二八分享，冶炼厂实际加工费基本已经超过 7000 元/吨，炼厂实际利润已经远远超出近 5 年的利润水平。年初以株冶为代表的国内大型冶炼厂存在环保、搬迁、设备检修更换等诸多冶炼瓶颈，国内从矿端宽松传导至冶炼端锌锭产量的改善一直较不理想。但伴随着高利润的诱惑，从二季度开始，冶炼企业便快马加鞭的抓紧复产进度。湖南地区株冶新厂上半年基本能达到满产，6 月底基本贡献 3 万吨/月的产量；湖南太丰 5 月 15 日复产锌锭，6 月份将逐步增加至满产状态，7 月产量或再增加 2 万吨。陕西地区汉中锌业于 4 月 10 日也复产了一半的产能，另一半产能待车间陈旧设备更换检修后重新开启，预计其渣处理项目将于今年四季度达产。东岭 6 月也基本可以满产，单月贡献 2.4 万吨产量；葫芦岛、西部矿业、蒙自矿冶已结束检修，部分冶炼厂检修计划后推，检修时间缩短，如驰宏会泽、西部矿业等。因此除了 5 月底白银下属厂坝因安全事故停产整顿，加之四环锌锗产出仍一定程度受锌焙砂供应的限制，总体来看，6-7 月除非冶炼厂设备突然出现问题，大部分企业基本不会检修。对于下半年来说，一方面，目前国内冶炼瓶颈已经提前突破，冶炼厂产能较上半年已经抬明显回升；加之冶炼利润维持于相对高位，由此或刺激锌冶炼产出的释放较为顺畅。因此我们预计 2019 年下半年国内锌锭供应回升的确定性较强。

表 3.1：2019 年国内主要锌冶炼企业产能释放情况



来源：一德有色

表 3.2：国内精锌月度供需平衡表

国内月度精锌供需平衡								
月度	期初现货库存	本期产量 (SMM)	本期净进口量	本期总供给量	表观消费量	本期消费量	供需平衡	期末库存
2018-01	13.88	48.98	6.6	69.5	55.6	53.6	2.0	15.86
2018-02	15.86	45.92	3.7	65.5	49.6	37.0	12.6	28.46
2018-03	28.46	44.59	3.5	76.6	48.1	51.4	-3.3	25.20
2018-04	25.20	44.46	3.3	73.0	47.8	56.6	-8.8	16.39
2018-05	16.39	42.31	5.9	64.6	48.2	50.4	-2.2	14.20
2018-06	14.20	42.98	3.6	60.8	46.6	46.4	0.2	14.43
2018-07	14.43	40.84	4.4	59.7	45.2	47.4	-2.2	12.25
2018-08	12.25	41.87	4.7	58.8	46.6	46.9	-0.3	11.91
2018-09	11.91	44.67	6.4	63.0	51.1	51.0	0.1	12.01
2018-10	12.01	45.90	7.9	65.8	53.8	50.5	3.3	15.29
2018-11	15.29	45.64	11.2	72.1	56.8	60.7	-3.9	11.42
2018-12	11.42	44.84	9.3	65.6	54.1	56.5	-2.4	9.05
2019-01	9.05	43.36	6.8	59.3	50.2	46.6	3.6	12.61
2019-02	12.61	42.04	2.0	56.7	44.0	33.7	10.3	22.92
2019-03	22.92	45.21	5.1	73.2	50.3	51.5	-1.2	21.72
2019-04	21.72	46.11	7.8	75.6	53.9	58.9	-4.9	16.78
2019-05	16.78	48.02	6.0	70.8	54.0	56.2	-2.2	14.59
2019-06	14.59	50.13	6.0	70.7	56.1	54.7	1.4	16.01
2019-07	16.01	50.30	5.0	71.3	55.3	51.0	4.3	20.31
2019-08	20.31	50.30	5.0	75.6	55.3	51.0	4.3	24.61
2019-09	24.61	51.0	5.0	80.6	56.0	55.0	1.0	25.61

## 半年报：冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

来源：一德有色

海外方面，国际铅锌研究小组(ILZSG)报告显示，今年 1-4 月份全球精炼锌产量为 425.01 万吨，同比回落 3.7%，2019 年一季度海外冶炼市场事故频繁，年初韩国锌业由于变压器故障导致出现小型火灾，前期传出今年将进行全面检修的消息，但目前是否检修暂未确定；据外媒报道，韦丹塔分公司- Vedanta Zinc International 位于纳米比亚的 Skorpion 锌精炼厂停工 5 周，因公司采矿承包商举行罢工，导致精炼厂原料库存耗尽；3 月中旬，Nyrstar 公司的债务偿还问题一度引发了市场对其供应的担忧，但当下新星生产暂未受到任何影响；同时墨西哥 Penoles 旗下的 Torreon 冶炼厂也在扩大产能。2019 年财务年印度斯坦锌地下矿开采量提升，锌矿产出量达到 93.6 万吨，较 2018 年财务年大幅提升 29%，同时其锌锭产量 93.6 万吨，较 2018 年微幅下降 1%，因此随着原料矿的增加，预计 2019 年印度斯坦锌冶炼产出也将同步回升。

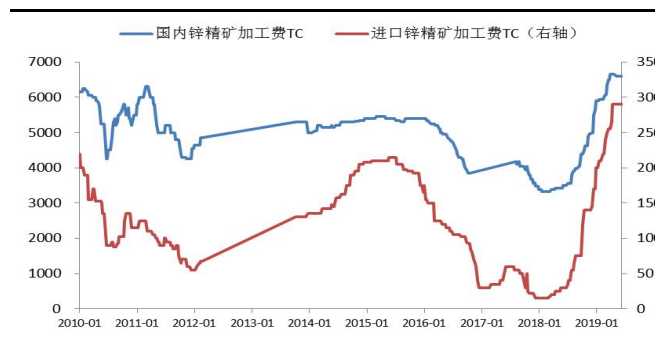
表 3.3： 2017-2019 年海外主要锌冶炼企业产能变化情况

公司名称	2017	2018	2019
Hindustan Zinc	18.3	-6	6
Korea Zinc	-5	-1	3
Padaeng	-7	0	0
GEZ	-9.7	9	0
Nexa	-1.8	2	0
Mooresboro	0	0	5
Penoles	0	3	5
Nyrstar	3	2	0
合计	-2.2	9	19

来源：安泰科、一德有色

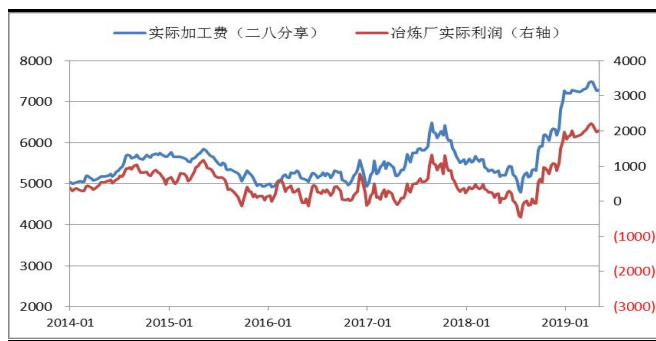


图 3.1：2010-2018 国产矿 TC 与进口矿 TC



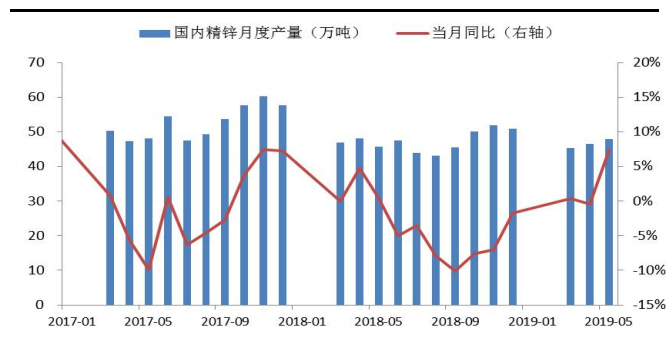
资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 3.2：2010-2017 国内冶炼厂实际加工费与加工利润



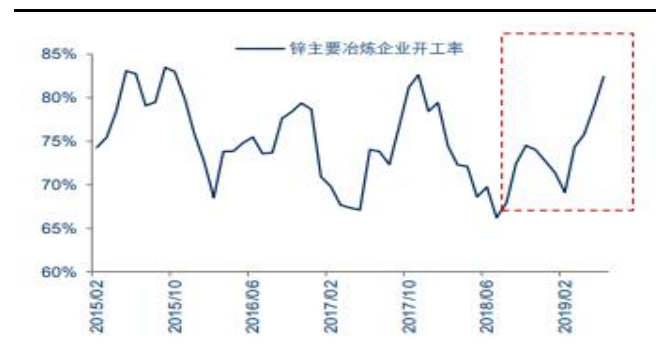
资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 3.3：2016-2018 国内精锌月度产量及当月同比



资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 3.4：2015-2019 国内冶炼厂开工率



资料来源：SMM、中信

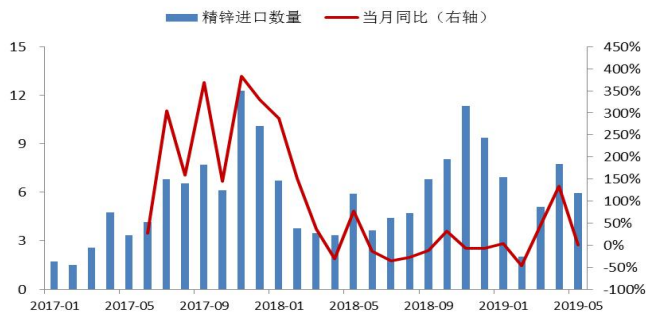
### 3.2 库存出现累积，基本面不支撑近月升水拉大

春节过后，随着消费旺季来临，国内锌锭库存出现去化，5 月底最低点距 3 月 15 日高点去库约 11 万吨，但与前两年数据相比较，今年去库速度明显趋缓。未来 6-8 月份为国内消费淡季，截至 6 月底国内锌锭社会库存达到 16 万吨，预计国内锌锭将正式进入累库阶段，近期国内锌锭升水大幅回落也预示着当前消费可能已经进入不景气的阶段。LME 库存在二季度现多次大规模交仓行为，一个月时间内 LME 库存增长 5 万多吨。从历史数据看，每轮交仓后升水普遍出现明显下行，但今年交仓后升水下行速度缓慢，说明当下 LME 库存仍处于历史低位。

今年锌锭进口基本一直处于千元以上的亏损状态，但实际进口量未出现明显减少，据海关总署统计，2019 年 1-5 月累计 27.8 万吨，累计同比增长 20%。目前国内保税区库存小幅累积，同时锌锭进口量也在大幅增长。预计这种情况或为海外贸易商将海外库存转移至中国的移库行为，由此带动 LME 市场升水回落较慢。尽管短期内外库存均处于低位，但由于后市国内外基本面走弱预期均增加，若进口锌窗口打开，将直接推动保税区锌锭库存加快转移流入国内，从而进一步加大国内锌锭的供应压力。预计未来两市供需格局均不利于近月升水继续被拉升。

## 半年报：冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

图 3.5：2015-2017 我国锌锭月度进口量(万吨)



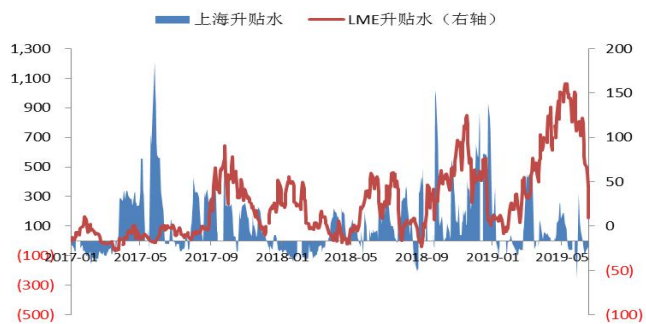
资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 3.6：锌锭现货进口盈亏



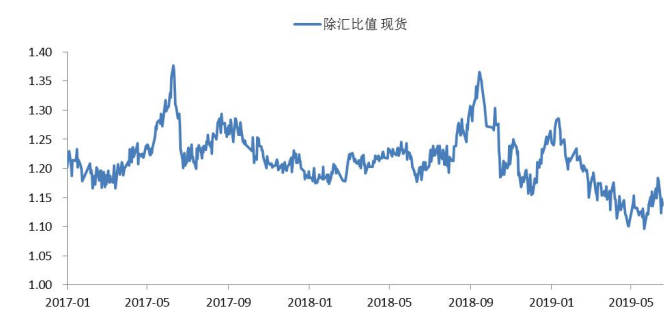
资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 3.7：LME 与现货升贴水



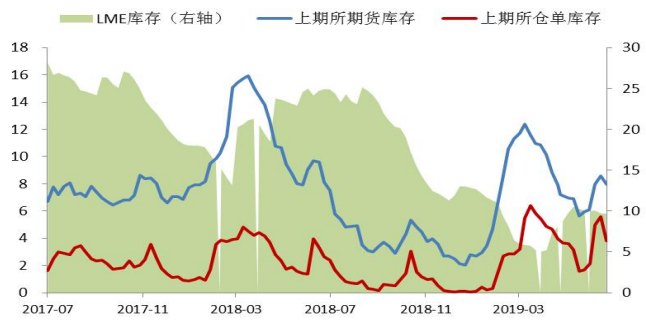
资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 3.8：沪伦除汇比值



资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 3.9：LME 与上期所锌库存(万吨)



资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

图 3.10：国内保税区锌库存(万吨)



资料来源：wind、一德期货研究院有色金属研发中心

## 4. 下游需求分析：消费淡季来临，经济下行压力下需求表现或不佳

从下游消费来看，从 6 月开始国内逐渐进入消费淡季。今年镀锌价格整体低于去年，镀锌板价格走弱从侧面反应下游需求不景气。根据中国钢铁工业协会数据，2019 年 1-5 月份全国镀锌板（带）累计产量为 891.4 万吨，累计同比仅下滑 2.3%；累计销量为 875.4 万吨，累计同比下滑 2%。目前大型镀锌企业环保基本上改造完成，环保政策对大型镀锌企业影响相对较为有限，主要影响还是在中小企业。另外由于汽车消费整体下滑带动压铸合金和氧化锌消费今年也将不尽人意。从终端需求来看，尽管 1-5 月房地产投资增速累计同比提升 11.2%，其主要由

## 半年报：冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

于房屋新开工面积和施工面积均维持于相对高位，但是房地产竣工和商品房销售情况均出现明显下行，显示了房地产行业资金链表现不太乐观。汽车方面，目前汽车产销同比已持续近一年收缩。尽管今年陆陆续续出台一系列汽车消费刺激政策，但其效果始终不明朗。同时由于汽车需求量在多数城市限号的压制下已经接近饱和，因此在整体经济下行背景下，今年后期汽车行业低迷态势或难以改变。2019年镀锌铁塔的增量比较明显，虽能成为消费一大亮点，但难以呈现面状增长，同时建筑、交通等行业持续走弱，加之家电行业产量增速放缓，由此带动镀锌终端消费整体下滑。

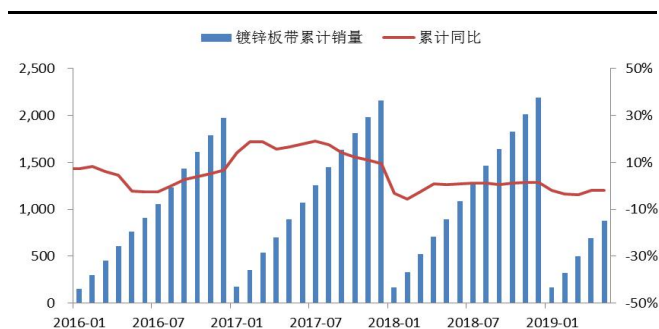
另一方面，2019年在基建补短板政策刺激下，基建投资反弹逐步升温，但后期资金是否充足依然是影响基建投资反弹幅度的主要约束。总体来看，2019年在宏观偏悲观预期的指引下的全球整体消费或难有亮点。

图 4.1：2016-2019 镀锌板（带）累计产量及同比



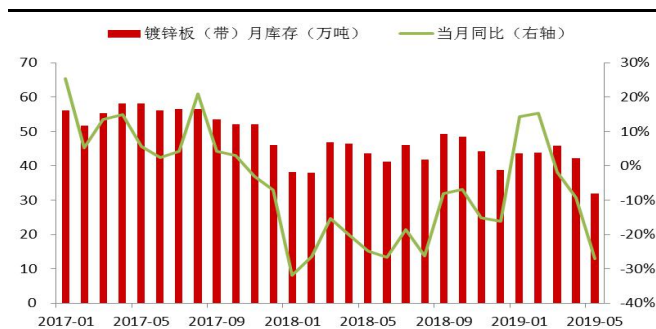
资料来源：wind 一德有色

图 4.2：2017-2019 镀锌板（带）累计销量及同比



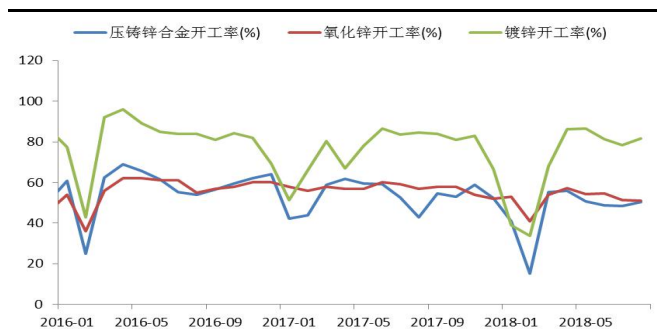
资料来源：wind、一德有色

图 4.3：图 23：2016-2017 我国镀锌板（带）月度库存情况



资料来源：wind、一德有色

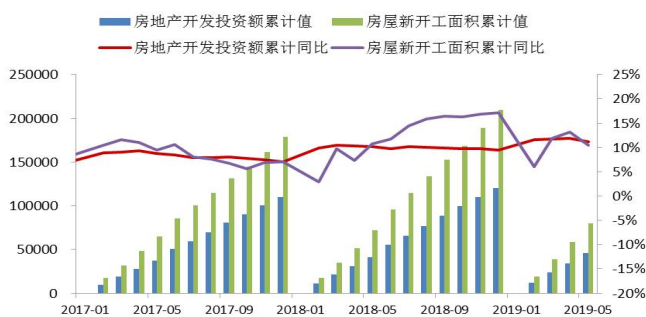
图 4.4：2015-2018 我国镀锌开工率



资料来源：SMM、一德有色

半年报：冶炼瓶颈提前突破，基本面带动锌价表现疲弱

图 4.5：2016-2018 我国房地产投资与新屋开工面积



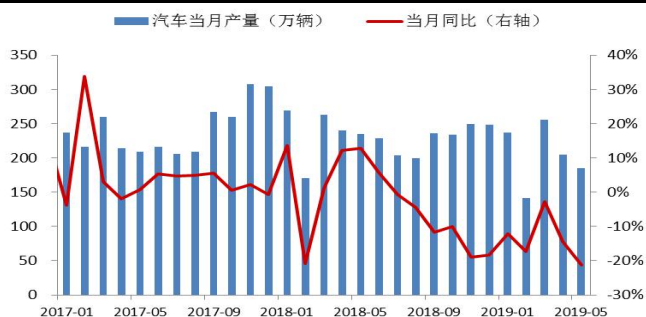
资料来源：wind、一德有色

图 4.6：2016-2018 我国房地产销售情况及累计同比



资料来源：wind、一德有色

图 4.7：图 23：2017-2019 我国汽车产量当月同比



资料来源：wind、一德有色

图 4.8：2017-2019 我国汽车销量当月同比（万台）



资料来源：wind、一德有色

5. 总结：

全年来看，全球锌矿供应恢复大格局不变，国内外实际加工费维持较高水平。在高利润刺激下国内冶炼瓶颈逐渐打破，从矿端传导至冶炼端的锌供应回升超预期兑现。尽管目前国内外库存与往年相比仍处于低位水平，但随着锌锭产量回升，加之锌锭进口量较为理想，下半年锌锭表观消费量或较为乐观。6-8月为传统消费淡季，目前锌锭已经出现了累库迹象。预计三季度锌价在宏观悲观预期带动下表现疲弱。此外宏观层面要关注中美关系进展，由于其变数较大，或对市场情绪和价格带来一定扰动影响。同时还需注意冶炼产能是否会出现饱和对锌锭产出的抑制影响。策略上我们建议投资者前期空单继续持有，等待反弹沽空加仓的机会，同时关注布局国内近远月反套头寸。



## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

### 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel: 010-8831 2088

### 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel: 021-6257 3180

### 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel: 022-2813 9206

### 天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel: 022-5982 0932

### 天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301  
Tel: 022-5822 0902

### 郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079

### 大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间  
Tel: 0411-8480 6701

### 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel: 0533-358 6709

### 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel: 0574-8795 1915

### 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel: 0315-578 5511

### 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel: 0535-216 3353/216 9678