

2020 年 03 月 18 日

永安期货研究中心有色组

永安期货研究中心  
作者：张熠

从业资格编号：F3018668  
投资咨询证书号：Z0013316

## 当前持续累库，锌行业前景并不悲观

摘要：

- 低价下，锌矿面临亏损风险。虽然短期不至于大面积减产，但长期影响值得关注。矿加工费大概率持续下滑。
- 锌冶炼的减产在 2,3 月已发生，但随着物流的恢复，硫酸问题的缓解，4 月后国内锌冶炼可能会逐渐恢复正常。
- 疫情带来需求的推迟，1 季度锌累库幅度会远超季节性；需求在 2 季度后可能会有较大增长，特别关注基建对于长期锌需求的刺激。
- 锌估值低，价格可能已在底部区间，继续做空性价比很低。未来价格驱动在于库存变化的节奏。

## 一、 锌矿与加工费

我们看到年后锌矿总体维持供需两淡的状态。一方面，在疫情的背景下，锌矿山的复工明显出现了推迟，整体开工率较去年同期大幅下滑；另一方面，随着锌价的下跌，矿山亏损压力在逐渐变大。而冶炼厂也因硫酸与成品库存的压力，开工率明显下滑，对锌矿的需求也在下降。在这样的情况下，我们看到了冶炼厂原料库存的下滑，以及锌精矿加工费逐步下滑的趋势。

目前 50%品味国产锌矿价格在 9200 元/吨附近。在这样的价格下，国内大约有 15%左右产量的锌精矿面临亏损的问题。值得注意的是，目前锌矿价格甚至已跌破了 15 年的平均水平，但近年来由于安监及环保的原因，矿山成本较 15 年前已有明显提高。当然目前在这样的低价下的时间依然较短，自 16 年起矿山的利润就已经得到了大幅改善，目前短时间的亏损还很难导致明显的关停或减产。但即便如此，我们认为矿山的增量较此前的预期也会出现下调。前期我们预估今年国产矿增量在 10-12 万金属吨，若锌矿价格长期维持在 10000 元/吨以下，这个增量大概率是难以实现的，矿山的产能利用率可能难以大幅提高。

锌矿加工费近期已出现了下调，尤其是国产矿已有不小的下调幅度。我们认为这个趋势是可能持续的。目前国内跨省物流问题已得到大幅的缓解，冶炼厂硫酸胀库的压力也在逐步减轻，冶炼厂近期已开始明显加大原料的采购。由于锌价持续下跌，目前矿山已出现亏损，而冶炼端仍有不错的利润，矿山也会尽量争取加工费的下调。不过矿加工费下滑的幅度，将受限于进口矿的供应。目前进口矿相较国产矿仍有优势，且海外受到疫情的影响偏小，随着物流问题的解决，进口矿的量依然是充裕的。

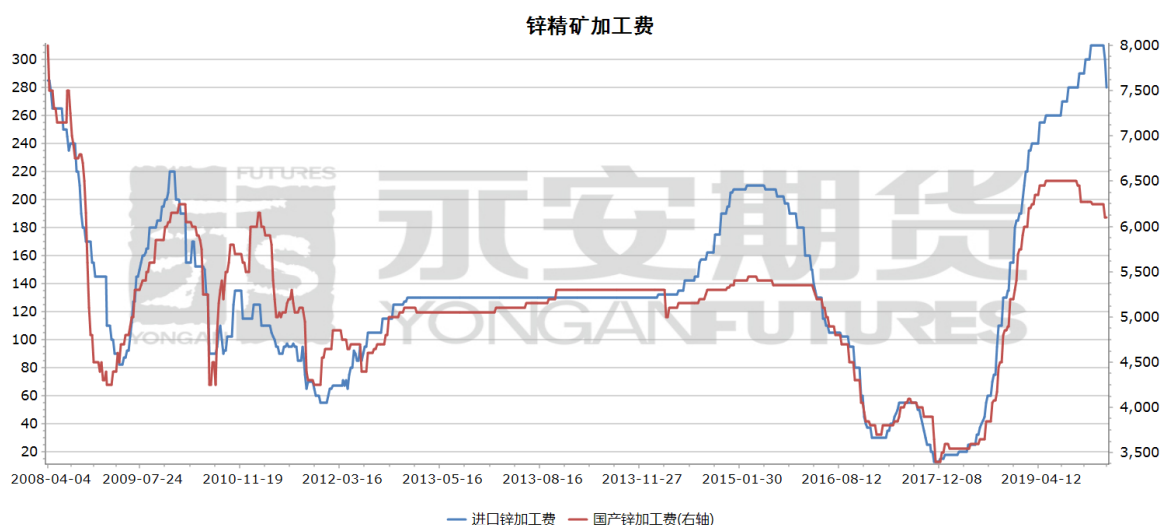
此外从产业链的利润角度看，矿山的合理成本支撑在 10000 元/吨左右。目前冶炼端的平均利润大约在 1300 元/吨左右，但同时我们也要注意硫酸带来的潜在亏损可能，由于硫酸行业的过剩局面难改，虽然物流恢复，但在部分地区硫酸仍然需要倒贴才能出厂，这对冶炼端的利润也有部分侵蚀。从这个角度我们可以看到，未来加工费如果进一步下调，使矿山基本维持盈亏平衡的状态，冶炼端的利润也就所剩无几了。所以我们可以认为，在目前的锌价下，供应端利润已经非常低，锌价从估值来看也已经接近底部区间了。

图 1 国产锌矿价格



数据来源：万得、永安期货

图 2 锌矿加工费



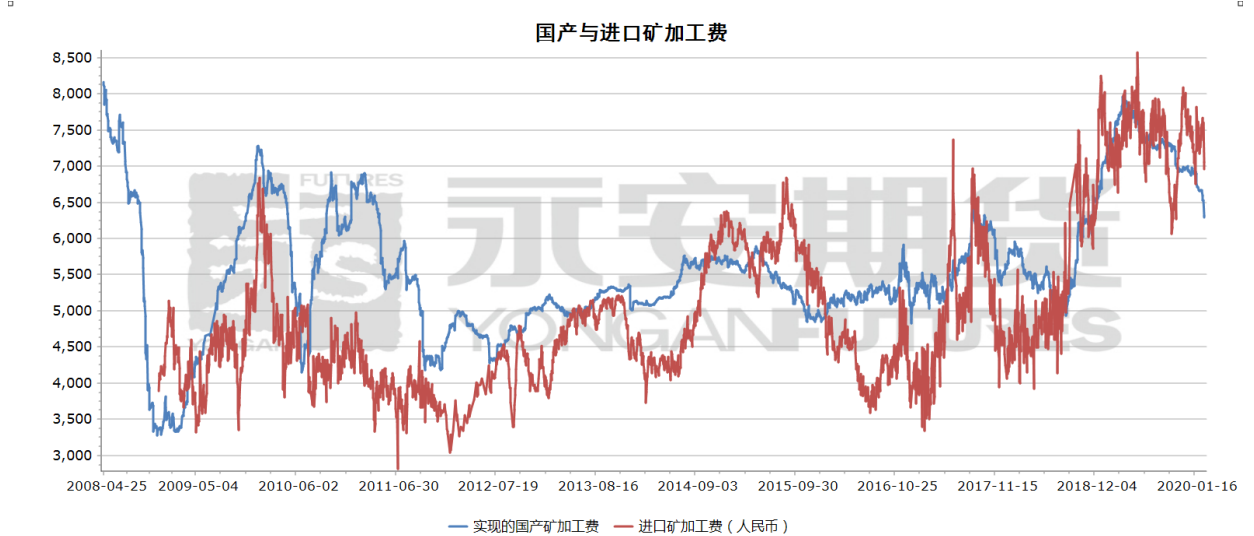
数据来源：彭博、上海有色、永安期货

## 二、 锌冶炼

上文提到，锌冶炼目前仍有接近 1300 元/吨的利润，在利润的驱动下，冶炼厂不会轻易的减产或停产。但除利润外，但有几个因素是我们仍需注意的。第一是硫酸，硫酸问题在 2 月已导致了部分冶炼厂的减产，目前硫酸的物流有所好转，但湖北地区的物流仍未完全畅通。由于湖北是全国最大的化肥生产省份，同时硫酸过半的消费用于化肥，因此未来湖北地区的复工情况对锌冶炼较为重要。第二是冶炼厂的利润。上文也有提到，矿加工费持续下滑大概率会发生，再创掉硫酸造成的亏损后，部分高成本冶炼厂的冶炼利润可能已低于 1000 元/吨，此外由于锌价的下滑，销售锌锭与采购矿在时间上的错配及锌锭现货升水的疲软，真实冶炼利润甚至有可能更低。当前冶炼利润尚不至于成为制约冶炼厂开工的因素，但若锌价低位持续，以及加工费持续下滑的情况下，未来的生产利润情况依然值得关注。第三是冶炼厂的原料库存，年后的冶炼厂原料库存持续下滑，且由于物流关系，补库并不及时，部分厂在 2 月已出现原料偏紧的局面。但这个因素目前看到了缓解，随着物流的恢复，矿成交开始好转，冶炼厂原料库存基本维持正常水平。

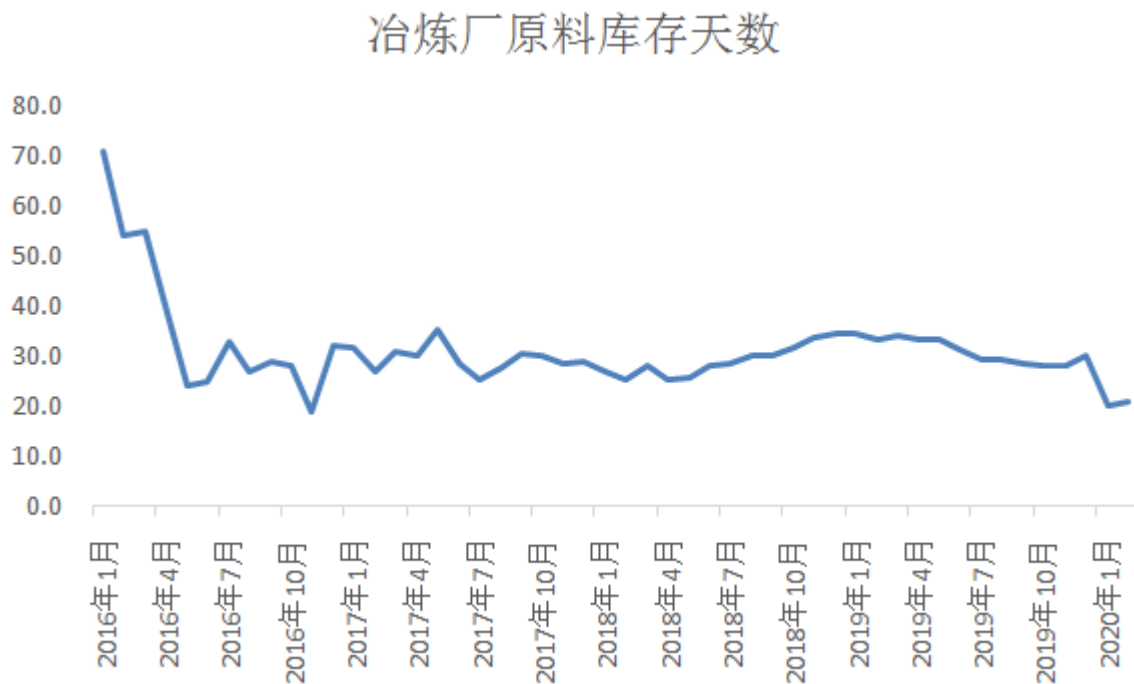
在维持现状情况下，冶炼开工在 3 月可能会逐渐回升，若硫酸问题得到完全解决，4 月后产量可能会逐渐回升至正常水平。

图3 冶炼厂实际获得的加工费



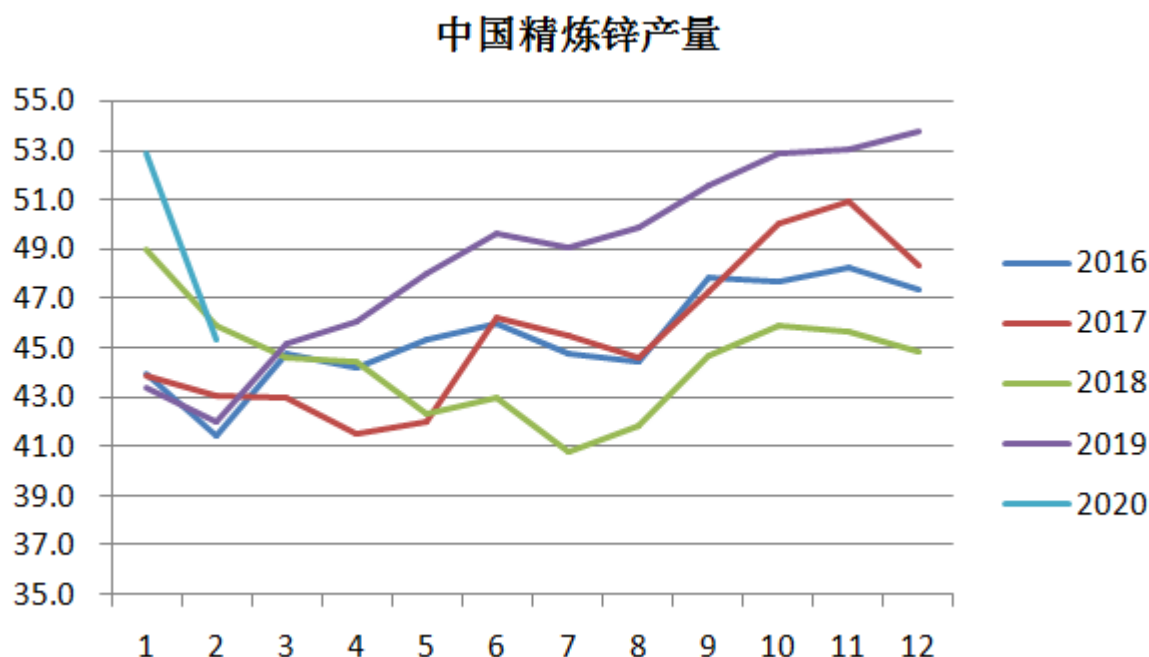
数据来源：彭博、上海有色、永安期货

图4 冶炼厂原料库存



数据来源：永安期货

图 5 锌锭产量



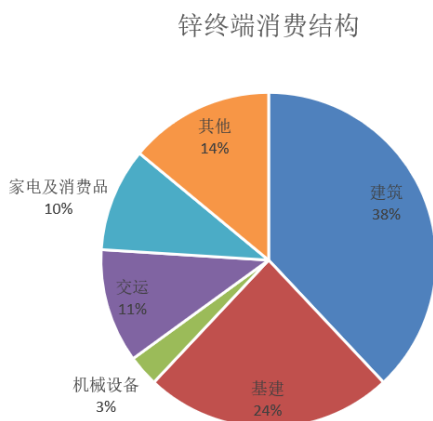
数据来源：统计局、上海有色、永安期货

### 三、下游消费

能看到下游消费在持续的恢复，目前在华东华南地区，消费恢复的进度比较快，华北地区的锌消费恢复相对较慢。短期看到锌锭出库已有明显回升，大型镀锌厂的开工也在提升，中期的消费预期在于终端订单能否持续回升。我们对中期锌的需求并不悲观。锌需求在去年下半年尤其是 4 季度后，就已经开始出现非常明显的好转，主要来自于建筑领域与基建领域消费的好转，这个好转是很可能有持续性的。目前在疫情的影响下，终端订单被部分积压，但到释放的时候可能会比较迅速。从终端领域拆分看，我们相对最看好基建对锌的带动作用。

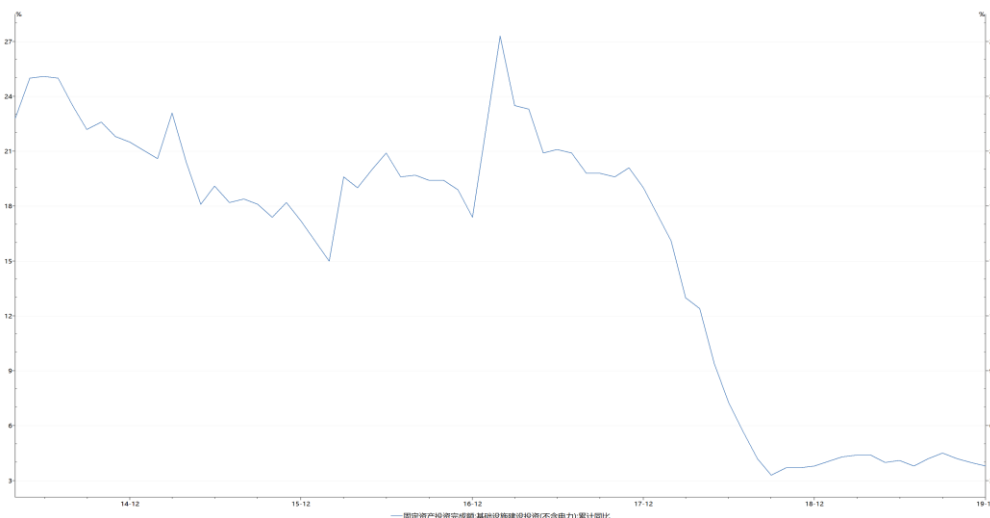
从有色品种的横向对比看，在终端消费中，基建占铜消费约 17%，占铝消费约 16%，占锌消费约 24%的比例，可以看出，如果未来刺激基建的话，锌的消费受到提振的幅度可能是最大的。从目前情况看，我们会倾向给基建不低于 8% 的年累计增速。

图 6 锌终端消费分类



数据来源：永安期货

图 7 基建增速



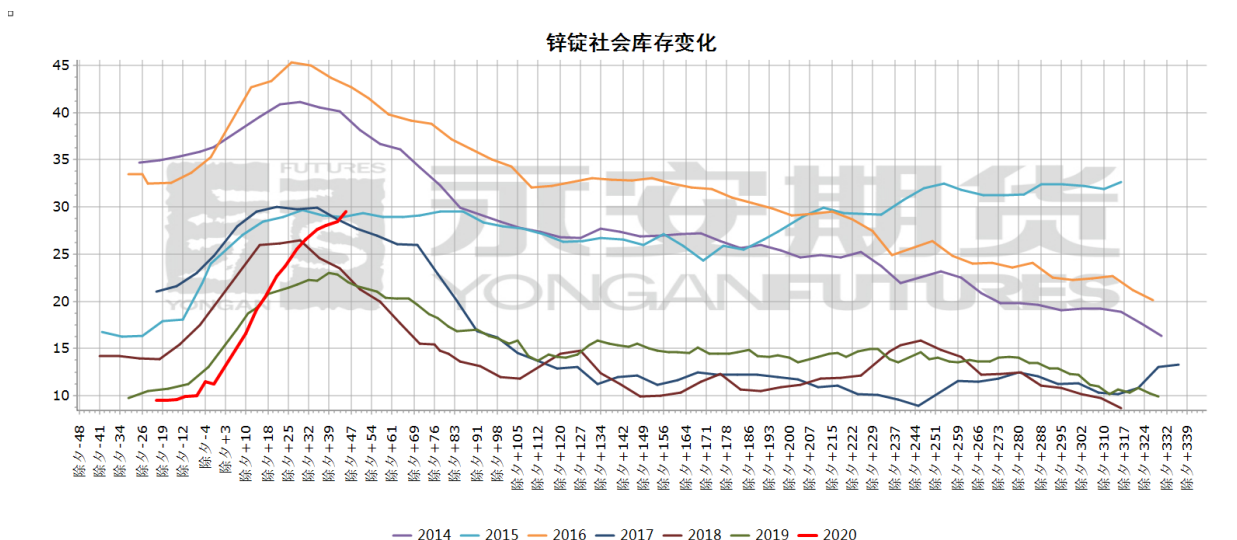
数据来源:万得 永安期货

#### 四、 库存与平衡

今年由于疫情的影响,一季度的库存累积幅度大幅超过季节性已是定局。一季度的全球库存累积幅度可能超过 25 万吨,目前的库存情况已经不低。我们认为,在基于国内全年 2% 左右的需求增速,以及海外需求相对平稳的假设下,今年全球过剩量就在 25 万吨附近,剩余的 3 个季度,全球锌锭可能维持紧平衡附近的状态,而一旦供应或者需求有超预期之处,平衡可能就会朝某一方倾斜。

另外值得关注的价格对供需的影响。由于目前价格已在矿成本以下,且加工费有持续走低的预期。在极低的生产利润下,是否会导致供应的进一步下滑有必要持续跟踪。

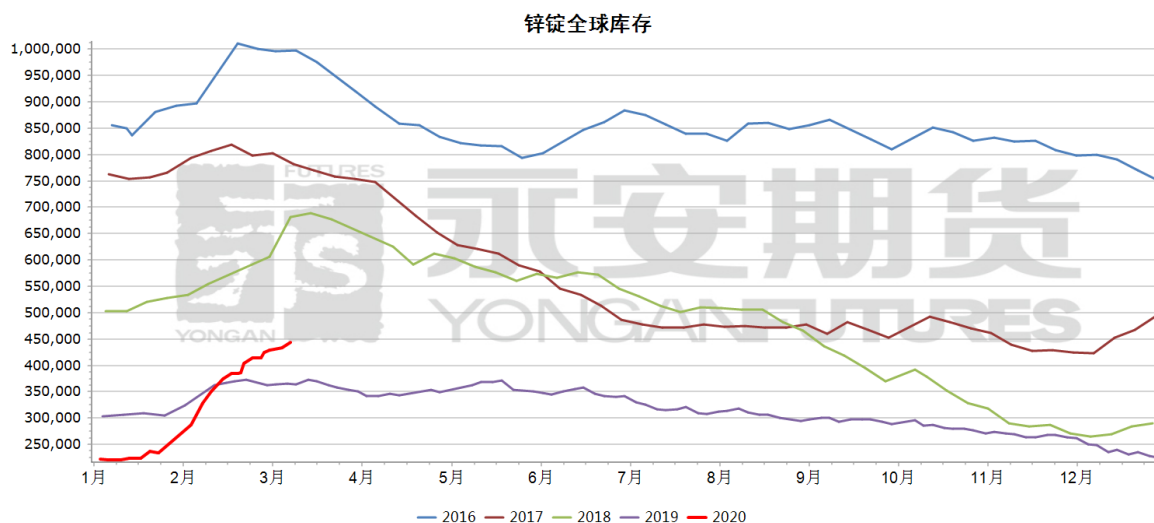
图 8 锌锭国内社会库存



数据来源:上海有色 永安期货



图9 锌锭全球库存



数据来源：LME 上期所 上海有色 永安期货

## 五、 可能的机会

从供应端利润看，短期锌价已在底部区间，当前价格下继续做空的性价比很低。锌向上的驱动，来自于未来消费带动下，去库存的节奏。如果能顺利将一季度累积的库存消化掉，锌库存重新回到低位，那么锌价向上的幅度还是值得期待，这种情况下做月间正套或者单边的效果是差不多的。否则锌价可能会在底部弱势震荡很长时间。

从长期角度看，2019 年-2020 年是锌在从短缺转向持续过剩的阶段。长期确实需要用低价将高成本的供应挤出市场来缓解供应过剩的压力，而目前的价格已经一步到位。若未来供应端受到疫情影响出现更多减停产，或是需求端在刺激政策下超预期恢复，锌价或有较大的向上幅度。



### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。