

兴证期货·研发中心

2021年1月8日 星期五

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号: F3004203

投资咨询编号: Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

[sunec@xzfutures.com](mailto:sunec@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 火山矿业 (Minera Volcan)

1. Volcan 是秘鲁的矿业公司, 2019 年生产锌矿 23.9 万吨, 位列世界第九, 控股股东为嘉能可 (Glencore)。

2. Volcan 的铅锌矿山集中在秘鲁中部沿海地区, 2020 年 Q2 至 Q3 生产受新冠疫情影响, 产量明显下滑。

3. Volcan 每年有足够的资本支出用于矿山的建设和维护。我们预计在秘鲁新冠疫情得到有效控制后, 2021 年的锌矿产量约为 24 万吨。

### ● 纽蒙特黄金公司 (Newmont Goldcorp)

1. Newmont 是全球最大的黄金生产商, 公司的锌矿产品全部来自墨西哥中部的 Penasquito 多金属露天矿山。

2. Penasquito 的产能扩建项目已基本完成达产, 预计 2020 至 2022 年锌品位将小幅下降, 锌矿的年产量在 19 万吨左右。

### ● 安塔米纳矿业 (Antamina)

1. Antamina 由必和必拓 (33.75%)、嘉能可 (33.75%)、泰克资源 (22.5%) 和三菱集团 (10%) 合资持有。

2. Antamina 每年投入 5-7 亿美元的资本支出, 维持矿石开采、磨选产能稳定。2020 年以来矿石的锌品位大幅提升, 预计 2021 年锌矿产量将达到 42 万吨左右。

### ● 住友商事 (Sumitomo Corporation)

1. 住友商事是一家全球性的综合贸易公司, 其银-锌-铅产量全部来自于玻利维亚的 San Cristobal 矿山。

2. 玻利维亚目前的新冠疫情呈加速发展, 未来仍有可能影响矿业生产, 我们预计 San Cristobal 矿山 2021 年的锌矿产量为 18 万吨。

报告目录

1. 火山矿业 (Minera Volcan)	1
1.1 公司概况	1
1.2 产能明细	1
1.3 产量预期	2
2. 纽蒙特黄金公司 (Newmont Goldcorp)	3
2.1 公司概况	3
2.2 Penasquito 矿山	4
3. 安塔米纳矿业 (Antamina)	5
3.1 公司概况	5
3.2 Antamina 矿山	6
4. 住友商事 (Sumitomo Corporation)	7
4.1 公司概况	7
4.2 San Cristobal 矿山	7

图目录

图 1: Volcan 2019 年营收组成 (按产品)	1
图 2: 世界十大上市锌矿企业 (单位: 万吨)	1
图 3: Volcan 锌相关产能分布	1
图 4: Volcan 锌矿季度产量 (单位: 万吨)	2
图 5: Volcan 锌矿年产量 (单位: 万吨)	2
图 6: Volcan 采矿资本支出 (单位: 百万美元)	3
图 7: Volcan 2018 年维护性资本支出构成	3
图 8: Newmont 营收构成 (按产品)	3
图 9: Newmont 各产品毛利率	3
图 10: 拉美部分锌矿位置图	4
图 11: Penasquito 露天矿坑开采顺序	4
图 12: Penasquito 原矿开采量及锌品位	5
图 13: Penasquito 锌矿年产量 (单位: 万吨)	5
图 14: Antamina 股权占比	5
图 15: Antamina 基本金属产量占比	5
图 16: Antamina 资本支出 (单位: 亿美元)	6
图 17: Antamina 原矿磨选处理量 (单位: 万实物吨)	6
图 18: Antamina 锌精矿季度产量及原矿品位	6
图 19: Antamina 锌精矿年产量 (单位: 万吨)	6
图 20: 住友商事营收占比 (按产品部门)	7
图 21: 住友商事能源矿产部门营收构成	7
图 22: 玻利维亚新增确证病例 (单位: 人)	8
图 23: San Cristobal 锌矿产量 (单位: 万吨)	8

表目录

表 1: Volcan 主要铅锌矿 2019 年产量..... 2

# 1. 火山矿业 (Minera Volcan)

## 1.1 公司概况

火山矿业公司 (Minera Volcan) 主要从事银, 锌, 铜和铅的开采, 是世界第十大锌矿企业, 锌是其第一大业务。2017 年嘉能可 (Glencore) 收购了 55% 的 A 类普通股, 成为了 Volcan 的控股股东。

图1: Volcan 2019 年营收组成 (按产品)

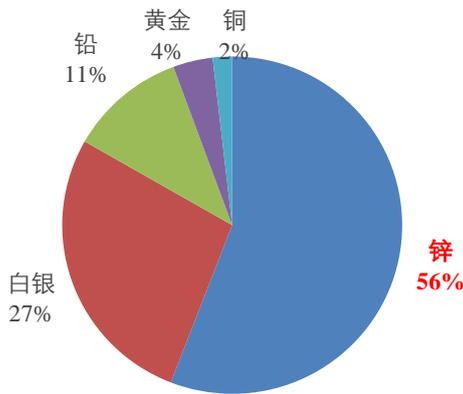
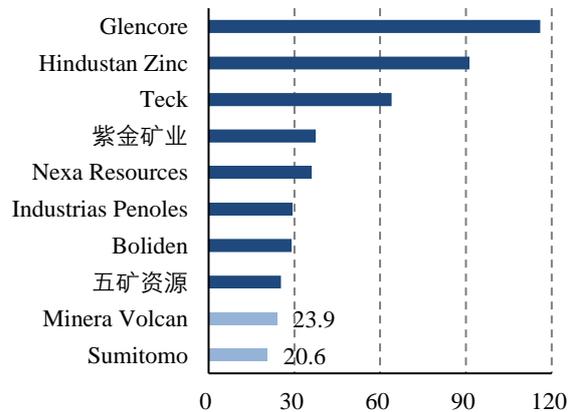


图2: 世界十大上市锌矿企业 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

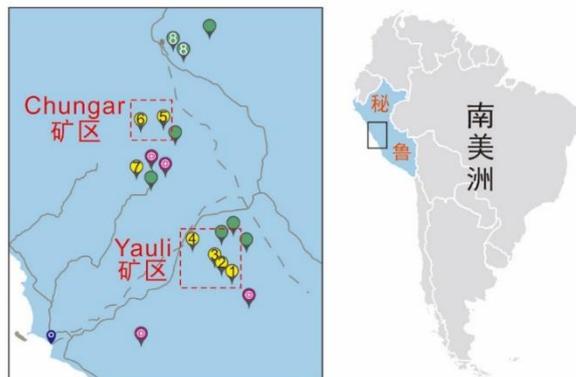
数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

## 1.2 产能明细

Volcan 目前拥有 7 座在产的铅锌矿山以及一座储矿堆, 集中在秘鲁中部沿海地区, 工作海拔位于 4000 米到 4900 米之间, 其中四座矿山组成了世界级的尧利 (Yauli) 矿区。2019 年 Volcan 共计生产锌精矿 23.9 万吨, 铅精矿 4.9 万吨, 以及 340.2 吨白银。

图3: Volcan 锌相关产能分布

- 矿山
- ① Andaychagua
- ② San Cristóbal
- ③ Carahuacra
- ④ Ticlio
- ⑤ Islay
- ⑥ Animón
- ⑦ Alpamarca
- ⑧ 矿山项目
- 选矿厂
- ⑨ Cerro de Pasco
- ⑩ 卡亚俄港



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

表1: Volcan 主要铅锌矿 2019 年产量

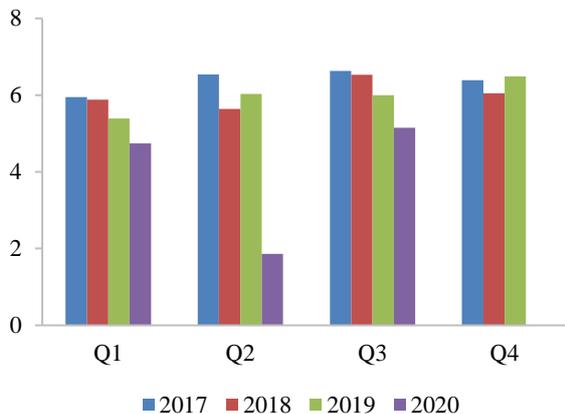
矿山		类型	锌精矿 (万吨)	铅精矿 (万吨)	白银 (吨)
Yauli 矿区	San Cristóbal	地下	6.0	0.6	82.2
	Carahuacra	地下	3.1	0.3	31.2
	Andaychagua	地下	4.0	0.9	68.0
	Ticlio	地下	1.0	0.2	11.3
Chungar		地下	7.5	1.8	90.7
Alpamarca		露天	0.6	0.5	34.0
Cerro de Pasco		储矿堆	1.7	0.6	22.7
合计		-	<b>23.9</b>	<b>4.9</b>	<b>340.2</b>

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

### 1.3 产量预期

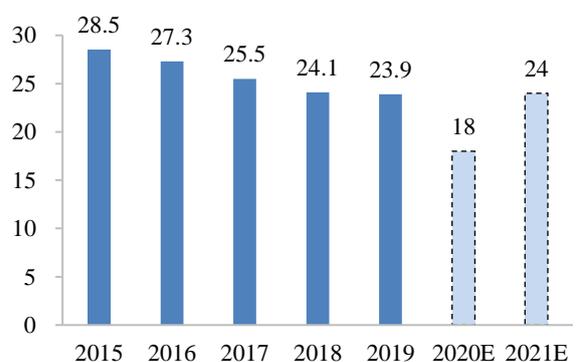
秘鲁大部分矿企在 2020 年第三季度都已经恢复到疫情前的产量水平, 而 Volcan 在 7 月至 8 月期间受秘鲁高地地区病例增加的影响, 矿山仍然没有达到满产, 三季度生产锌矿 5.15 万吨, 同比下滑 14.2%。预计 2020 年全年的锌矿产量为 18 万吨左右。

图4: Volcan 锌矿季度产量 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

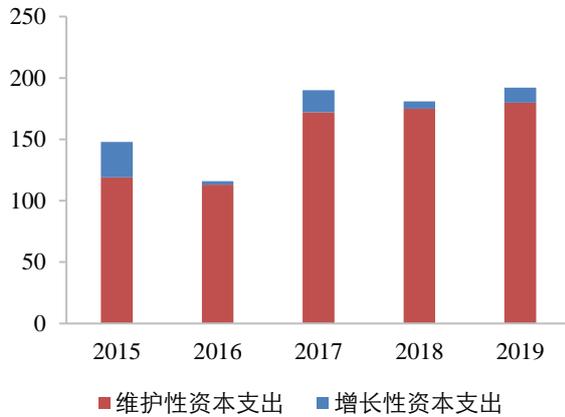
图5: Volcan 锌矿年产量 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

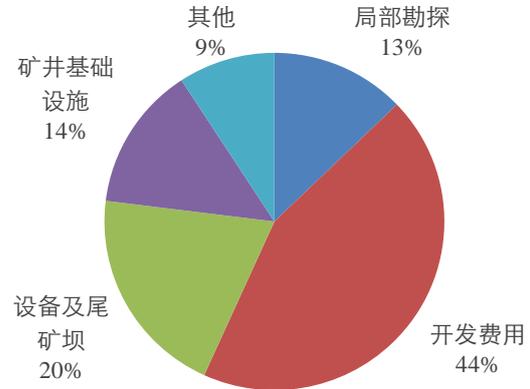
Volcan 近三年每年在采矿业务上的资本支出约 2 亿美元, 其中绝大部分为维护性资本支出, 用于矿山的勘探开发、生产设备和基础设施的建设等方面。即对在产矿山的维护较好, 而鲜有新矿山项目的建设。预计 2021 年秘鲁的新冠疫情得到有效控制后, Volcan 能够恢复到疫情前的产量水平, 年产锌矿 24 万吨左右。

图6: Volcan 采矿资本支出 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图7: Volcan 2018 年维护性资本支出构成



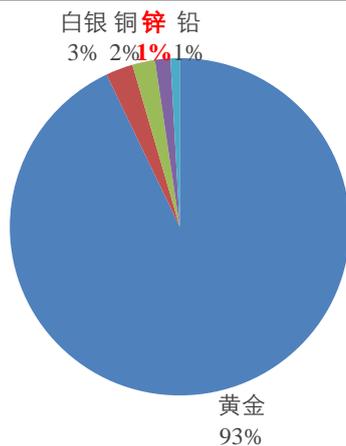
数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

## 2. 纽蒙特黄金公司 (Newmont Goldcorp)

### 2.1 公司概况

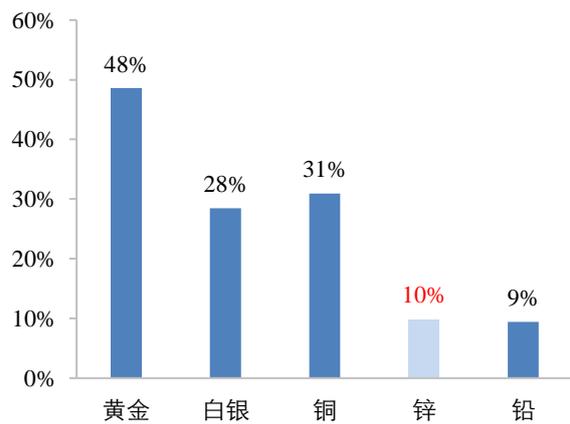
世界金矿巨头 Newmont 收购加拿大黄金公司 Goldcorp 后, 更名为纽蒙特黄金公司 (Newmont Goldcorp), 在纽约和多伦多上市 (NYSE: NEM, TSX: NGT)。Newmont 是全球最大的黄金生产商, 黄金业务占公司总营收的 93%。公司的锌业务继承自 Goldcorp, 约占公司总营收的 1.5%, 全部来自墨西哥的佩纳斯基托 (Penasquito) 矿山。

图8: Newmont 营收构成 (按产品)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图9: Newmont 各产品毛利率



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

## 2.2 Penasquito 矿山

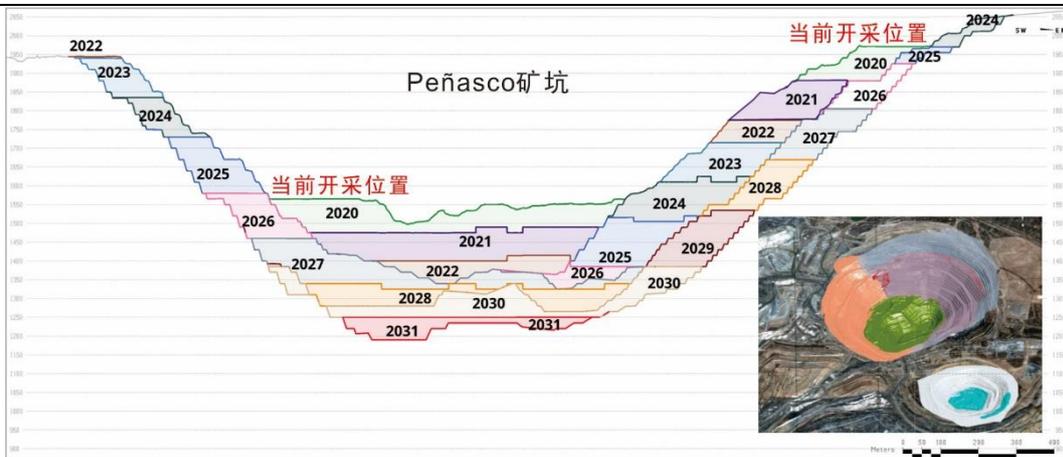
Penasquito 矿山位于墨西哥中部，是世界级的多金属露天矿，是墨西哥第一大金矿及第二大银矿，其中的锌矿作为副产品产出。Penasquito 矿山由两个露天矿坑组成，目前正在对较大的 Penasco 矿坑进行梯度开采。

图10：拉美部分锌矿位置图



数据来源：国家地理信息公共服务平台，公司公告，兴证期货研发部

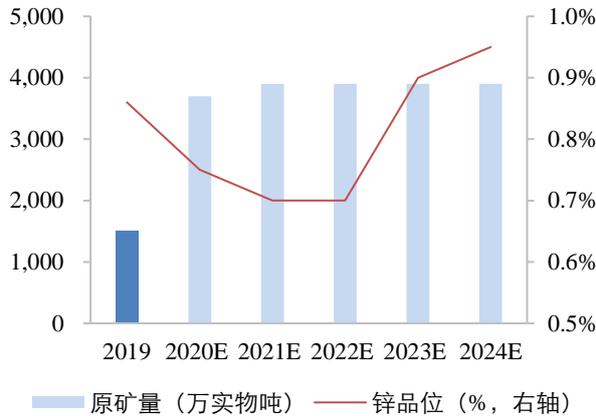
图11：Penasquito 露天矿坑开采顺序



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

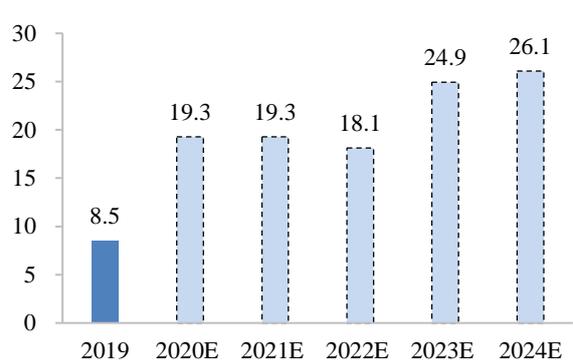
公司从 2013 年开始进行采矿产能的扩建，目前已基本完成达产，年开采原矿石 3,900 万实物吨左右。锌精矿的产量随矿石中锌品位的波动而变化，预计 2020 至 2022 年锌品位将小幅下降，年产量在 19 万吨左右。2023 年后预计矿石锌品位回升，锌精矿产量将超过 20 万吨，Penasquito 有望跻身世界前五大锌矿山。

图12: Penasquito 原矿开采量及锌品位



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图13: Penasquito 锌矿年产量 (单位: 万吨)



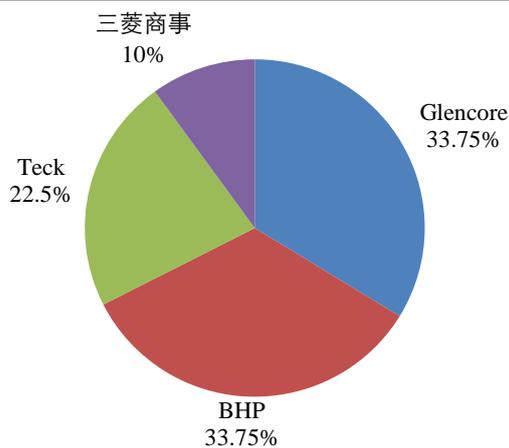
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

### 3. 安塔米纳矿业 (Antamina)

#### 3.1 公司概况

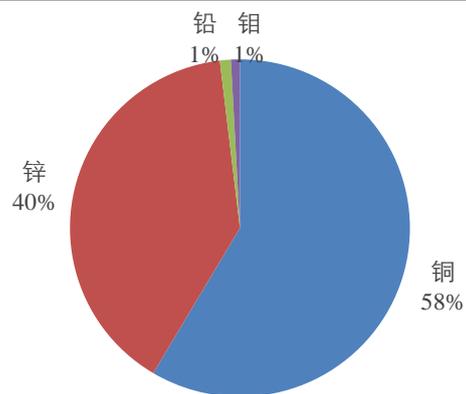
安塔米纳 (Antamina) 位于秘鲁中部，是全球最大的露天铜锌矿之一。Antamina 矿业公司由必和必拓 BHP (33.75%)、嘉能可 Glencore (33.75%)、泰克资源 Teck (22.5%) 和三菱集团 Mitsubishi (10%) 合资持有，矿产品按权益比例销往各股东处。Antamina 的主要基本金属矿产品为铜和锌，分别占基本金属产量的 58% 和 40%，此外还有少量的铅和钼。白银作为副矿物产出，2019 年 Antamina 生产白银约 421 吨。

图14: Antamina 股权占比



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图15: Antamina 基本金属产量占比

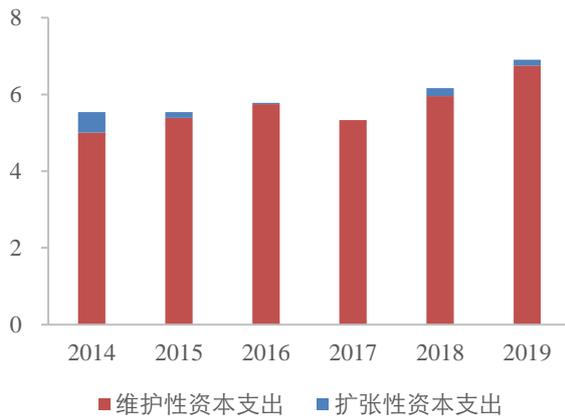


数据来源：公司公告，兴证期货研发部

### 3.2 Antamina 矿山

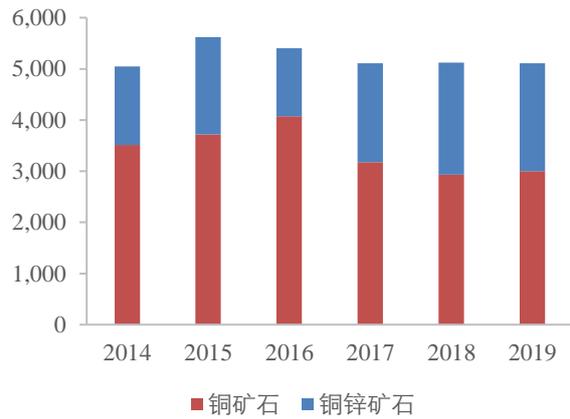
Antamina 每年投入 5-7 亿美元的资本支出，用于产能的建设和维护，每年的原矿的磨选处理量稳定在 5,000 万实物吨左右。因此在矿山产能正常运转的情况下，锌精矿产量的主要取决于原矿的锌品位。

图16: Antamina 资本支出 (单位: 亿美元)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

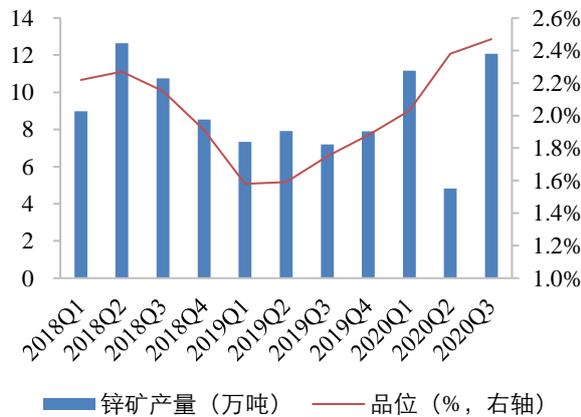
图17: Antamina 原矿磨选处理量 (单位: 万实物吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

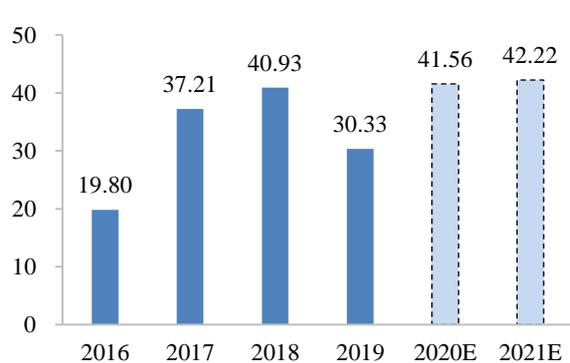
2019 年由于原矿的锌品位下降, Antamina 的锌矿产量大幅下滑 26%。2020 年以来矿石的锌品位大幅提升, 但第二季度的生产受新冠疫情影响, 当季度锌矿产量同比下滑了 61%, 三季度后 Antamina 矿山生产恢复正常, 预计 2021 年锌矿产量达 42 万吨左右。

图18: Antamina 锌精矿季度产量及原矿品位



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图19: Antamina 锌精矿年产量 (单位: 万吨)



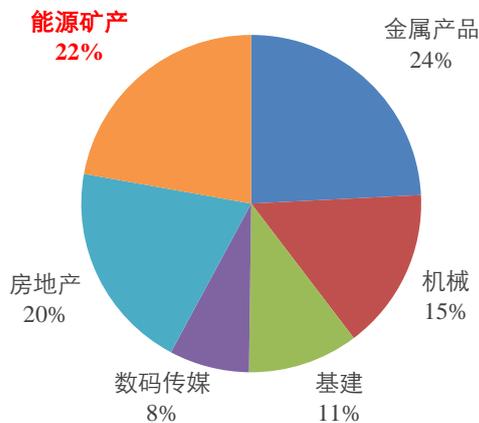
数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

## 4. 住友商事 (Sumitomo Corporation)

### 4.1 公司概况

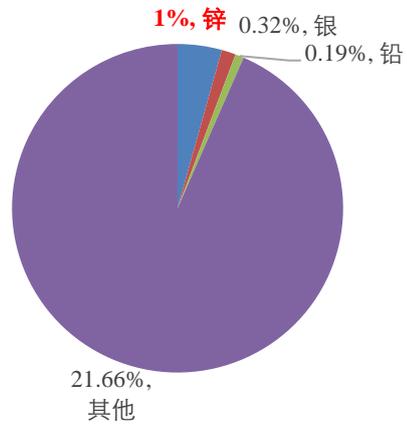
住友商事 (Sumitomo) 是一家全球性的综合贸易公司, 业务范围涉及金属制品、能源矿产、交通运输、基建及房地产等多个领域。能源矿产部门占公司总营收的 22%, 其中锌业务贡献了公司约 1% 的总营收。住友商事的银-锌-铅产量全部来自于圣克里斯托巴尔 (San Cristobal) 矿山, 住友商事目前持有该矿山的所有股份。

图20: 住友商事营收占比 (按产品部门)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图21: 住友商事能源矿产部门营收构成



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

### 4.2 San Cristobal 矿山

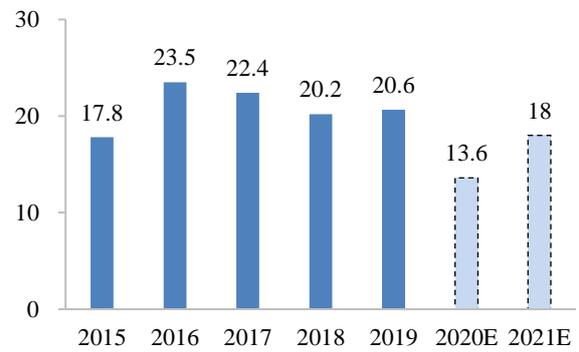
San Cristobal 位于玻利维亚南部, 是世界级的露天铅锌矿山, 铅锌产量均排进世界前十。2020 年二季度和三季度 San Cristobal 的生产受新冠疫情影响, 产量出现下滑。此外 2020 年 12 月以来, 玻利维亚新增病例数连续走高, 疫情加速发展, 增加了未来采矿生产的不确定性。因此公司对 San Cristobal 矿山 2021 年一季度的产量做出了较为保守的预期, 我们预计 San Cristobal 矿山 2021 年的锌矿产量约为 18 万吨, 稍低于疫情前的产量水平。

图22: 玻利维亚新增确证病例 (单位: 人)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图23: San Cristobal 锌矿产量 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 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作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。