

兴证期货.研发中心

2021 年 2 月 10 日 星期三

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

内容提要

● 我们的观点

2021 年上半年疫情对矿山生产的不利影响逐渐消除，但全球最大锌矿山 Red Dog 2020 年第二季度的减产对锌矿供应的影响开始兑现，因此上半年矿端或仍有阶段性偏紧的局面。下半年随着海外新增产能的逐步释放，锌矿供应逐步宽松，锌价或将承压向下。

● 我们的逻辑

1. **存量锌矿产能已基本修复。**全球月度锌矿产量的同比增速已经回正，随着疫苗接种逐步推进，疫情对存量矿山生产的不利影响有望逐步消除。

2. **海外新增产能逐步释放。**五座海外大型锌矿在 2021 年处于产能爬升阶段，锌精矿产量将在今年至明年逐步释放。

3. **Red Dog 减产对锌矿供应的影响集中兑现。**Red Dog（2019 年生产锌精矿 55.3 万吨，占当年全球锌矿总产量的 4.2%）的锌精矿销售周期滞后于生产周期，去年的减产效应将在 2021 年上半年集中兑现。预计 2021H1 的锌精矿销量同比下降约 7.6 万金属吨，降幅达 33%。

● 风险提示

海外新冠疫情出现反复，海外新增产能释放进度不及预期。

报告目录

1. 存量锌矿产能已基本修复.....	1
2. 海外新增产能逐步释放.....	2
2.1 Zhairem	3
2.2 Hindustan Zinc	3
2.3 Century Mine	3
2.4 Gamsburg	4
2.5 Neves-Corvo	4
3. Red Dog 减产对锌矿供应的影响集中兑现.....	5
3.1 Red Dog 铅锌矿概况	5
3.2 销售周期滞后，减产效应集中兑现.....	6
4. 结论.....	7

图目录

图 1: 全球锌矿年度产量及同比 (单位: 万金属吨)	1
图 2: 国内锌矿开工率 (单位: %)	1
图 3: 国内锌精矿月产量及同比 (单位: 万吨)	1
图 4: 全球锌矿月度产量及同比 (单位: 万金属吨)	2
图 5: HZL 铅-锌矿年度产量 (单位: 万金属吨)	3
图 6: Century 矿石采选量及回收率.....	4
图 7: Century 锌精矿产量及现金成本	4
图 8: Gamsburg 锌矿季度产量 (单位: 万吨)	4
图 9: Neves-Corvo 锌矿年产量 (单位: 万吨)	4
图 10: Red Dog 锌精矿产量全球占比.....	5
图 11: Red Dog 锌精矿年产量 (单位: 万吨)	5
图 12: Red Dog 铅锌矿地理位置示意图.....	5
图 13: Red Dog 历年航运日历.....	5
图 14: Red Dog 产销运输周期及锌精矿销售量.....	6
图 15: Red Dog 锌精矿季度产销量 (单位: 万吨)	6

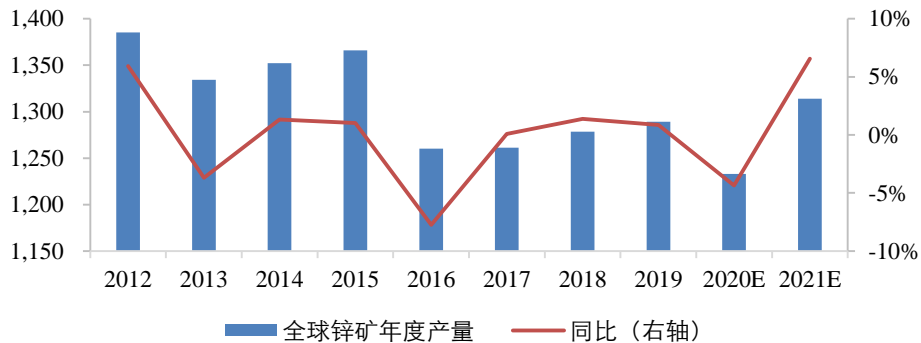
表目录

表 1: 2021 年海外主要锌矿产能变动.....	2
----------------------------	---

1. 存量锌矿产能已基本修复

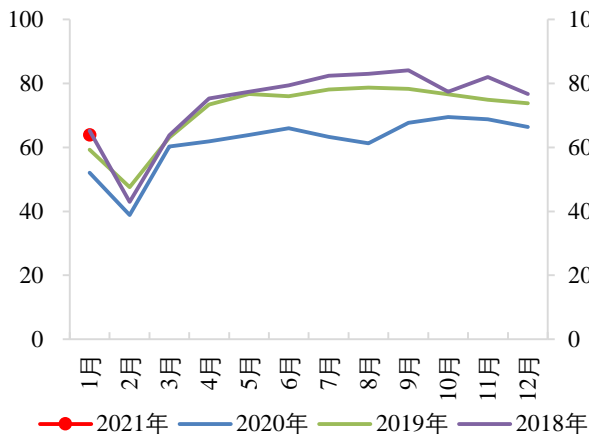
全球新冠疫情是影响 2020 年锌矿产量的主要因素，秘鲁、墨西哥等锌矿生产国为对抗疫情，多座重要锌矿山暂时关停或限制生产。2020 年国内锌矿开工率受新冠疫情影响低于往年，锌精矿产量同比下滑。ILZSG 预测 2020 年全球锌矿产量约为 1,233 万金属吨，下降 4.4%。

图1：全球锌矿年度产量及同比（单位：万金属吨）



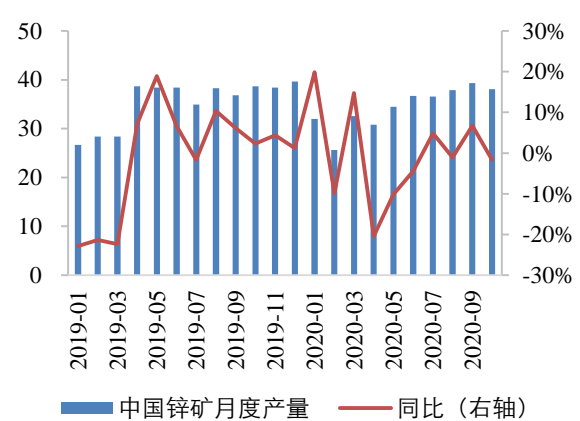
数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

图2：国内锌矿开工率（单位：%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

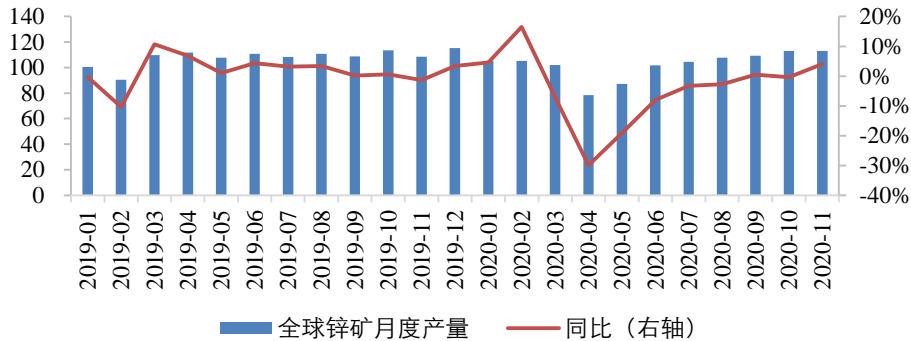
图3：国内锌精矿月产量及同比（单位：万吨）



数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

随着疫苗接种逐步推进，新冠疫情对矿山生产的不利影响有望逐步消除，2020 年 11 月的全球锌矿产量的同比增速已经回正。存量锌精矿产能得到修复，ILZSG 预测 2021 年全球锌矿产量将达到 1,314 万金属吨，同比+6.6%。

图4：全球锌矿月度产量及同比（单位：万金属吨）



数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

2. 海外新增产能逐步释放

2021 年海外锌矿产能的增量主要是矿山项目的扩建，以及 Zhairem 等矿山的投产。这些增量产能在 2021 年大多处于产能爬升阶段，锌精矿产量将在 2021 年至 2022 年逐步释放。2021 年海外锌矿产能的减量主要是由于矿山关停，以及 Rosebery 的预期减产。

表1：2021 年海外主要锌矿产能变动

矿山	所属公司	地理位置	2021 年产能变动 (万吨/年)
Rampura Agucha 等	Vedanta	印度	+10
Gamsberg	Vedanta	南非	+4
Zhairem	Glencore	哈萨克斯坦	+10
Capela	Penoles	墨西哥	+2
Neves Corvo	Lundin	葡萄牙	+4
Antamina	Glencore 等	秘鲁	+5
New Century	Newcentury	澳大利亚	+4
San Cristobal	Mitsubishi	玻利维亚	+5
Caribou	Trevali	加拿大	-1
Rosebery	MMG	澳大利亚	-1
Madero	Penoles	墨西哥	-1
Bismark	Penoles	墨西哥	-1.5

数据来源：SMM，公司公告，兴证期货研发部

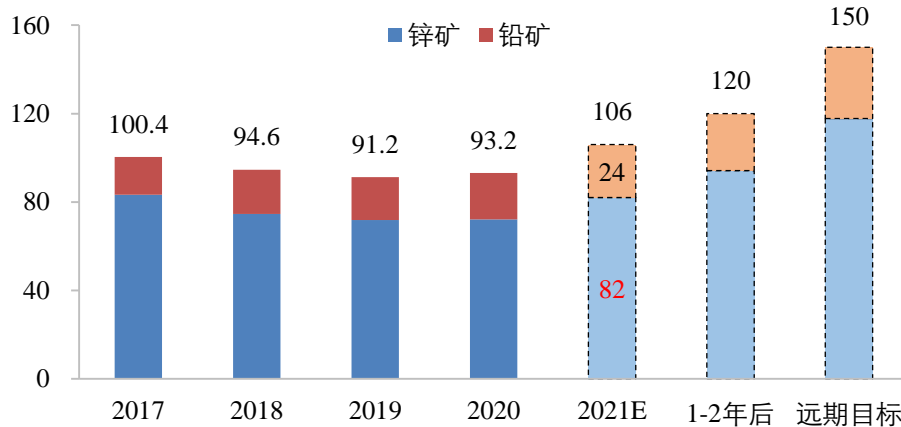
2.1 Zhairem

Glencore 位于哈萨克斯坦的 Zhairem 锌矿是 2021 年的主要新增矿山之一，总设计产能超过 14 万金属吨/年。该矿山从 2020 年 Q4 开始试运行，至 2022 年完成达产。预计 Zhairem 的锌精矿产量在 2021 年内将逐步提升。

2.2 Hindustan Zinc

Vedanta 的子公司 Hindustan Zinc Limited (HZL) 刚刚完成新一阶段的矿山建设，将铅-锌矿产能由 100 提升至 120 金属吨/年，并计划在 1-2 年后完成达产。新增的 20 金属吨/年的产能在 2021 年将处于产能爬升阶段，预计 HZL 的锌精矿产量将逐步提升，2021 年全年的锌精矿产量将达到 82 万金属吨左右。

图5: HZL 铅-锌矿年度产量 (单位: 万金属吨)

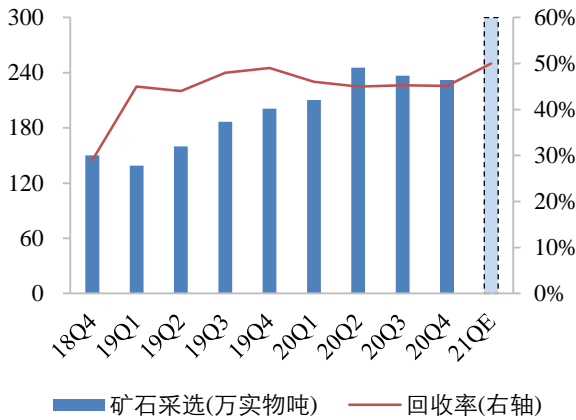


数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

2.3 Century Mine

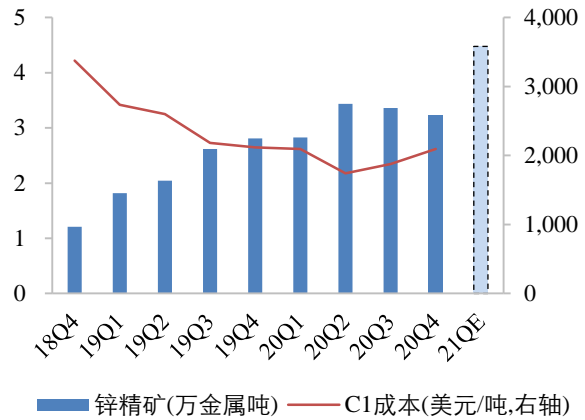
根据 2020 年三季报, Century 矿山正计划将矿石处理量逐步提升至 1,200 万实物吨/年, 将金属锌的回收率提升至 50% 左右。Century 矿山在 2020 年四季度受雨季降水和供电中断影响, 锌精矿产量出现小幅下滑, 但 Century 矿山稳定运营期间的矿石处理量和金属锌回收率都在稳步提升。因此我们预计 Century 矿山 2021 年的锌精矿产量将逐步提升, 最终达到 4.48 万金属吨的季度产量。

图6: Century 矿石采选量及回收率



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图7: Century 锌精矿产量及现金成本

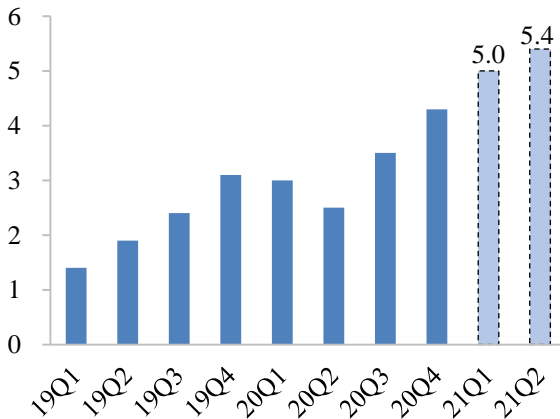


数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

2.4 Gamsburg

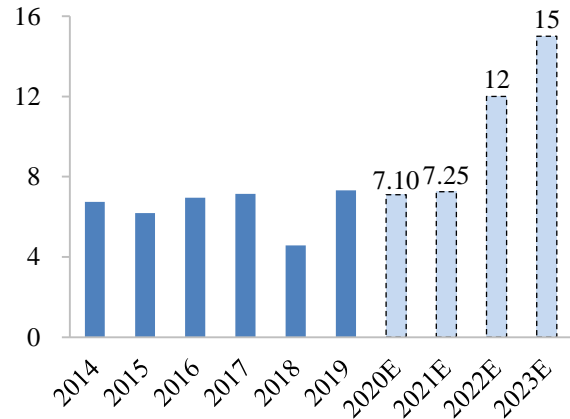
Gamsburg 露天锌矿位于南非, 由 Vedanta 公司所有, 设计产能为 25 万金属吨/年。自 2018 年末投产以来, 锌精矿产量持续提升, 预计 2021 年一季度的产量为 5 万金属吨, 随后将季度产量逐步提升至 5.4 万金属吨。

图8: Gamsburg 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9: Neves-Corvo 锌矿年产量 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

2.5 Neves-Corvo

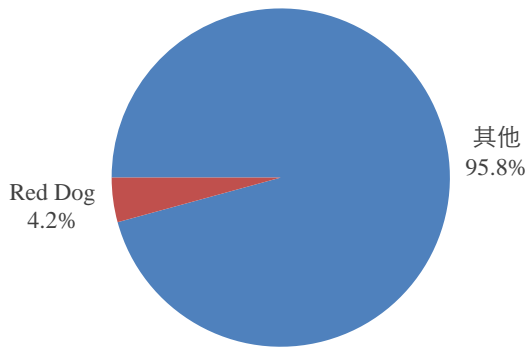
Lundin 矿业对旗下 Neves-Corvo 铜锌矿进行扩建, 该扩建项目在 2020 年因新冠疫情暂停相关建设, 目前已经重启。根据 Lundin 矿业最新公布的指导产量, 预计该扩建项目将于年末投产, Neves-Corvo 在 2021 年的锌精矿产量略有提升, 在 2022-2023 年完全达产。

3. Red Dog 减产对锌矿供应的影响集中兑现

3.1 Red Dog 铅锌矿概况

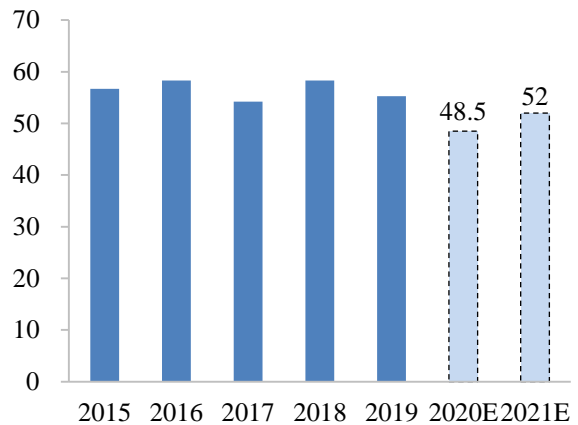
Red Dog 是世界最大的铅锌矿，由 Teck Resources 所有，2019 年生产锌精矿 55.3 万吨，占当年全球锌矿产量的 4.2%。Red Dog 铅锌矿位于美国阿拉斯加的北极圈内，由于自然条件特殊，Red Dog 铅锌矿山只能在每年夏季 7 至 11 月冰雪消融时才能开启航运。航运季通常开始于 7 月的第一个星期，完成于 11 月，持续约 18 周。通过运输驳船将整年生产的锌精矿和铅精矿送往加拿大的冶炼厂及客户处。

图10: Red Dog 锌精矿产量全球占比



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图11: Red Dog 锌精矿年产量 (单位: 万吨)



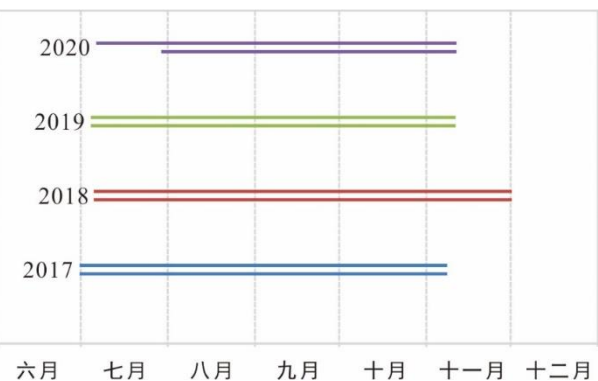
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图12: Red Dog 铅锌矿地理位置示意图



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图13: Red Dog 历年航运日历

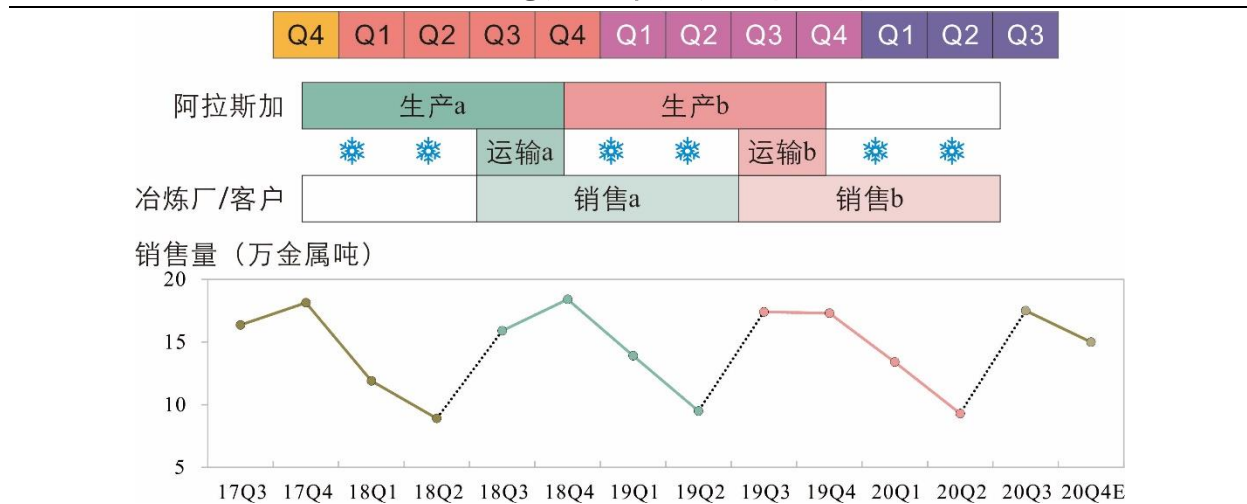


数据来源：公司公告，兴证期货研发部

3.2 销售周期滞后，减产效应集中兑现

Red Dog 在生产周期累积一年的锌精矿产量，经过航运季运输，在随后的一年时间中逐渐销售。在航运季刚结束时，锌精矿库存骤增，Teck 公司倾向于大量出售；而在销售周期末端，锌精矿的销量则由于库存去化而出现明显降低。销售周期滞后于生产周期，因此 Red Dog 的锌精矿产量并不对当季度的销量产生即时影响。

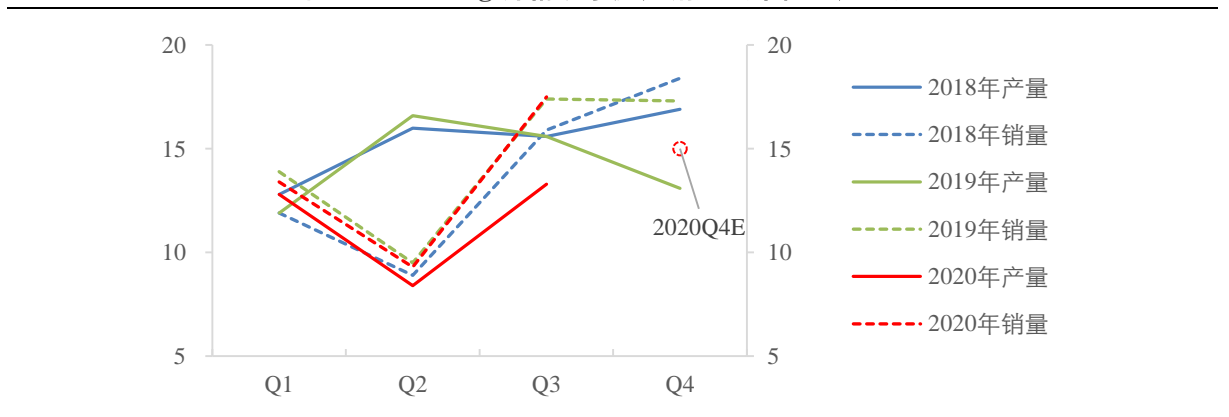
图14: Red Dog 产销运输周期及锌精矿销售量



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

由于工程技术问题，Red Dog 的锌精矿产量在 2020 年 Q2 和 Q3 分别同比下降 8.2 万吨和 2.1 万吨。而 Red Dog 在 2020 年 Q2 和 Q3 的锌精矿销量则与历史同期相当，减产仍没有对销量产生明显的影响。因此我们认为 Red Dog 在 2021 年上半年进入销售周期末端，2020 年的减产效应将集中兑现，预计 2021 年 H1 的锌精矿销量同比下降约 7.6 万金属吨，降幅达 33%。

图15: Red Dog 锌精矿季度产销量（单位：万吨）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

4. 结论

2021 年上半年新冠疫情对矿山生产的不利影响逐渐消除，但全球最大的锌矿山 Red Dog 2020 年第二季度的减产对锌矿供应的影响开始兑现，因此上半年矿端或仍有阶段性偏紧的局面。下半年随着海外新增产能的逐步释放，锌矿供应逐步宽松，锌价或将承压向下。

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。