

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

孟宪博

从业资格编号：F3083156

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

锌价短期内受下游接货意愿的影响以震荡为主。随着供需格局转强，下游旺季补库需求逐渐释放，锌价有望上行。

● 我们的逻辑

1. **锌精矿供应偏紧格局延续。**大型锌矿贡献2020年四季度主要增量，而海内外中小型锌矿的生产恢复速度偏慢，预计2021年上半年全球锌精矿仍将持续供应偏紧的状态。

2. **精炼锌供应压力不大。**加工费TC持续低位导致冶炼厂利润在盈亏平衡线附近波动，精炼锌产量受抑制，叠加进口流入预期不强，预计精炼锌供给压力不大。

3. **旺季需求逐渐释放。**下游需求在春节前已完成阶段性修复，春节后复工进度较快，消费旺季已初现端倪。下游企业节前备货相对充足，目前以消耗原料库存为主，接货意愿一般。随着传统消费旺季的到来，下游补库需求释放，中长期支撑锌价上涨。

● 风险提示

海外新冠疫情出现反复，锌矿产能释放进度超预期。

报告目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 锌精矿上半年仍偏紧 | 1 |
| 1.1 大型矿山贡献 2020 年四季度锌矿的主要增量 | 1 |
| 1.2 Red Dog 矿山部分抵消增产 | 2 |
| 1.3 中小型矿企仍在恢复过程中 | 2 |
| 2. 精炼锌供应压力预期不大 | 4 |
| 2.1 冶炼亏损抑制精炼锌产量 | 4 |
| 2.2 进口流入预期不强 | 5 |
| 3. 需求持续改善，静待旺季补库 | 6 |
| 3.1 全球经济复苏，需求阶段性修复 | 6 |
| 3.2 节后消费快速回升 | 8 |
| 3.3 静待旺季库存去化 | 9 |
| 4. 结论 | 10 |

图目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: Red Dog 锌精矿季度产量 (单位: 万吨) | 2 |
| 图 2: Red Dog 锌精矿季度销量 (单位: 万吨) | 2 |
| 图 3: 秘鲁不同规模锌矿企业产量及同比 (单位: 万金属吨) | 3 |
| 图 4: 国内锌矿季节性开工率 (单位: %) | 3 |
| 图 5: 国内锌矿月度开工率 (单位: %) | 3 |
| 图 6: 全球锌矿月度产量及同比 (单位: 万吨) | 4 |
| 图 7: 国内平均锌精矿加工费 | 4 |
| 图 8: 锌锭价格及冶炼厂利润 (单位: 元/吨) | 4 |
| 图 9: 中国精炼锌月度产量 (单位: 万吨) | 5 |
| 图 10: 中国冶炼厂月度检修影响产量 (单位: 万吨) | 5 |
| 图 11: 中国精炼锌累积进口量及同比 (单位: 万吨) | 6 |
| 图 12: 进口锌盈亏及沪伦比值 (单位: 元/吨) | 6 |
| 图 13: 海外主要经济体制造业 PMI (单位: %) | 7 |
| 图 14: 主要出口国家出口金额增速 (单位: %) | 7 |
| 图 15: 国内镀锌企业开工率 (单位: %) | 7 |
| 图 16: 国内锌合金企业开工率 (单位: %) | 7 |
| 图 17: 国内氧化锌企业开工率 (单位: %) | 8 |
| 图 18: 国内黄铜棒企业开工率 (单位: %) | 8 |
| 图 19: 镀锌板卷周产量 (单位: 万吨) | 8 |
| 图 20: 镀锌板卷企业产能利用率 (单位: %) | 8 |
| 图 21: 2020 年国内锌初级消费领域占比 | 9 |
| 图 22: 国内镀锌企业原料库存天数 | 9 |
| 图 23: 国内锌合金企业原料库存天数 | 9 |
| 图 24: 国内氧化锌企业原料库存天数 | 9 |
| 图 25: 国内精炼锌社会库存 (单位: 万吨) | 10 |
| 图 26: 精炼锌保税区库存 (单位: 万吨) | 10 |

表目录

| | |
|---|---|
| 表 1: 主要海外锌矿企业 2020 年四季度及全年产量 (单位: 万吨) | 1 |
| 表 2: 海外大型锌矿山贡献主要增量 (单位: 万吨) | 2 |

1. 锌精矿上半年仍偏紧

1.1 大型矿山贡献 2020 年四季度锌矿的主要增量

统计的 15 家海外主要锌矿企业 2020 年四季度合计生产锌矿 131.09 万吨，同比增长 11 万吨 (+9.2%)，同时 2020 年全年产量累积增速回正，小幅上涨 0.8%。其中，Glencore 和 Teck 等大型矿企贡献了主要的增量，Volcan 等南美矿企在组织疫情后恢复生产的过程中，锌矿产量仍然受影响。

表1：主要海外锌矿企业 2020 年四季度及全年产量（单位：万吨）

| 公司 | 2019Q4 | 2020Q4 | Q4 增量 | Q4 同比 | 2019A | 2020A | 全年增量 | 全年同比 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Glencore | 26.83 | 31.03 | +4.20 | +15.7% | 107.75 | 117.04 | +9.29 | +8.6% |
| Hindustan Zinc | 17.80 | 18.20 | +0.40 | +2.2% | 69.10 | 69.10 | 0 | 0% |
| Teck Resources | 14.90 | 17.90 | +3.00 | +20.1% | 64.00 | 58.70 | -5.30 | -8.3% |
| Boliden | 7.26 | 7.19 | -0.07 | -0.9% | 28.89 | 28.58 | -0.30 | -1.1% |
| Volcan | 6.49 | 4.91 | -1.58 | -24.3% | 23.89 | 16.65 | -7.24 | -30.3% |
| Nexa Resources | 8.27 | 9.19 | +0.92 | +11.1% | 36.09 | 31.30 | -4.79 | -13.3% |
| Penoles | 7.57 | 7.41 | -0.16 | -2.1% | 28.76 | 28.80 | +0.04 | +0.1% |
| Sumitomo | 5.70 | 5.00 | -0.70 | -12.3% | 20.60 | 14.00 | -6.60 | -32.0% |
| MMG | 7.08 | 7.04 | -0.04 | -0.6% | 25.35 | 24.51 | -0.84 | -3.3% |
| Newmont | 3.58 | 4.54 | +0.95 | +26.6% | 8.48 | 17.28 | +8.80 | +103.8% |
| New Century | 2.81 | 3.24 | +0.42 | +15.0% | 9.29 | 12.86 | +3.57 | +38.4% |
| Hudbay | 3.06 | 2.59 | -0.47 | -15.5% | 11.91 | 11.81 | -0.10 | -0.8% |
| Lundin | 3.89 | 4.14 | +0.25 | +6.4% | 15.15 | 14.27 | -0.88 | -5.8% |
| South32 | 1.41 | 1.80 | +0.39 | +27.7% | 5.78 | 6.46 | +0.68 | +11.8% |
| Antamina (43.75%) | 3.44 | 6.92 | +3.48 | +101.2% | 11.33 | 18.91 | +7.58 | +66.9% |
| 合计 | 120.10 | 131.09 | +11.00 | +9.2% | 466.37 | 470.28 | +3.91 | +0.8% |

备注：Antamina 剔除 Glencore (33.75%)、Teck (22.5%) 权益占比后记作 Antamina (43.75%)。

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

海外大型矿山贡献了四季度锌矿的主要增量。Antamina 由于矿石品位和采矿量的上升，产量同比增加 6.8 万吨，Red Dog 同比增产 1.5 万吨，Glencore 旗下的大部分矿山均有不同幅度的同比增产。

表2：海外大型锌矿山贡献主要增量（单位：万吨）

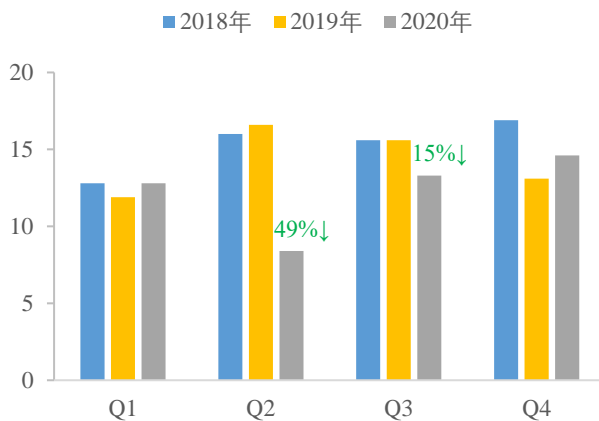
| 公司 | 矿山 | 位置 | 2019Q4 | 2020Q4 | 同比 |
|----------|----------------|------|--------|--------|--------|
| Glencore | McArthur River | 澳大利亚 | 7.04 | 7.64 | +0.6 |
| | Mount Isa | 澳大利亚 | 7.53 | 8.82 | +1.29 |
| Teck | Red Dog | 美国 | 13.11 | 14.61 | +1.5 |
| 合资公司 | Antamina | 秘鲁 | 7.9 | 14.7 | +6.8 |
| 合计 | - | - | 38.68 | 49.36 | +10.19 |

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

1.2 Red Dog 矿山部分抵消增产

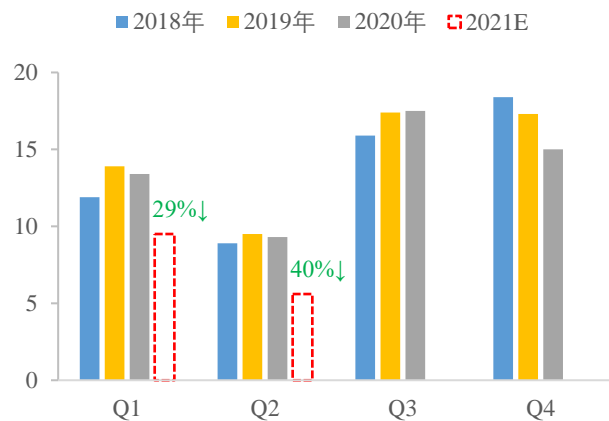
正如在之前的专题报告《锌供应系列专题之十：2021 年锌矿供给展望-兴证期货研发中心有色报告 20200210》中所阐述的，Red Dog 锌精矿的销售周期滞后于生产周期，因此 2020 年四季度的产量要到 2021 年 Q3 后才销往市场，并不对当季的市场供应产生即时影响。而 Red Dog 在当前时段的锌精矿销量受 2020 年大规模减产的影响，预计今年 Q1 和 Q2 的锌精矿销量将分别同比减少 3.9 万吨和 3.7 万吨。Red Dog 矿山对当前的锌精矿供应产生消极影响，部分抵消了大型矿山的增产效应。

图1：Red Dog 锌精矿季度产量（单位：万吨）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图2：Red Dog 锌精矿季度销量（单位：万吨）



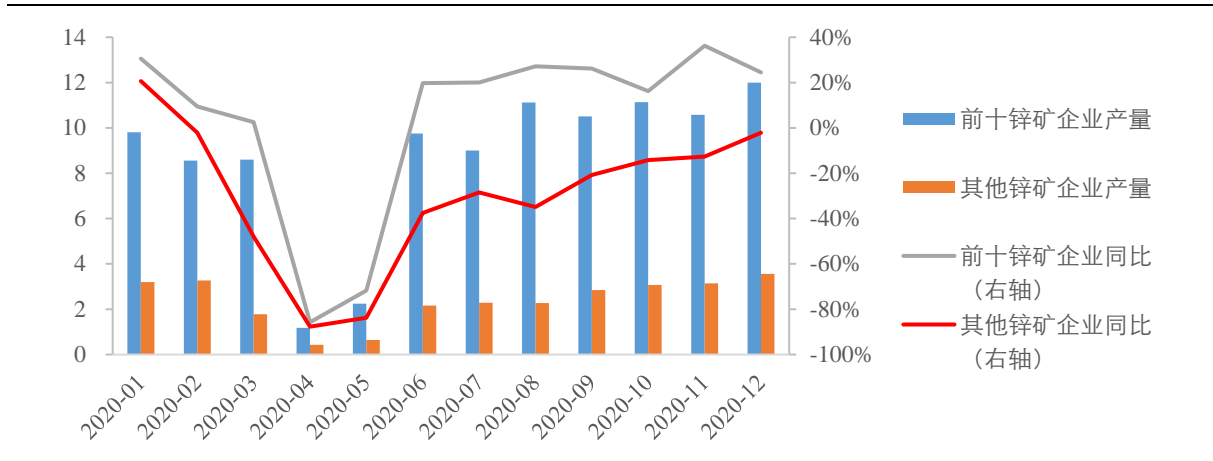
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

1.3 中小型矿企仍在恢复过程中

秘鲁能源与矿产部公布的本国月度锌矿产量中，将前十大矿企和其他矿企分别统计。秘鲁前十大矿企在 2020 年下半年已经较好的恢复了生产，并保持了较高的同比增速。而秘鲁的中小型锌矿企业则仍在恢复生产的过程中。

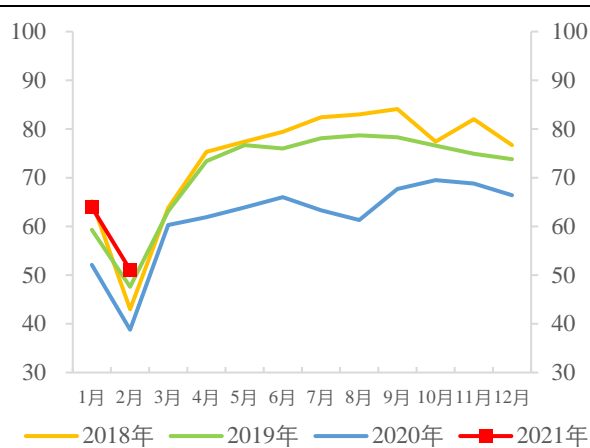
国内的锌矿企业在 2020 年受新冠疫情影响，开工率总体低于历史同期 10 个百分点左右。目前，国内大型矿企的开工率回升明显，而中小型矿企的开工率仍然相对不足。

图3：秘鲁不同规模锌矿企业产量及同比（单位：万金属吨）



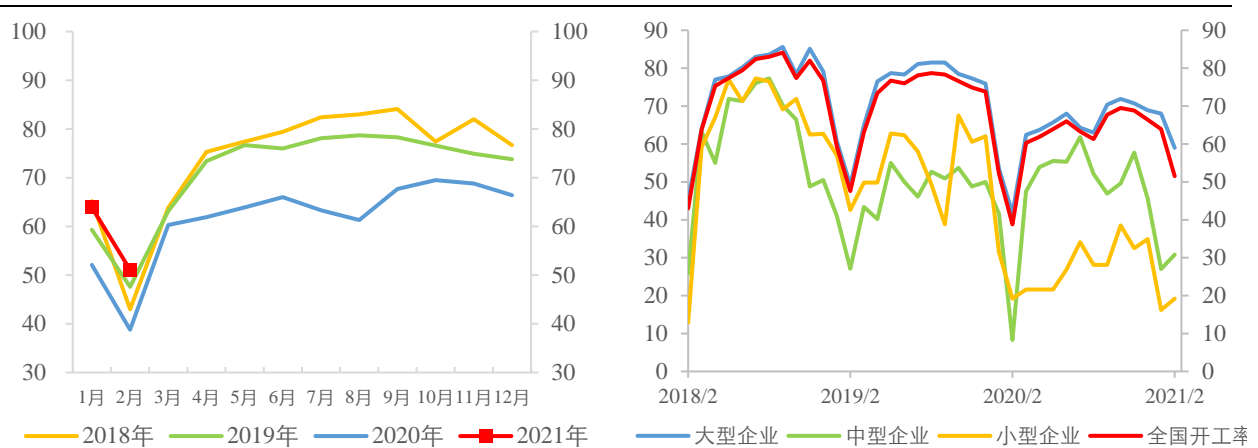
数据来源：秘鲁能源与矿产部，兴证期货研发部

图4：国内锌矿季节性开工率（单位：%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

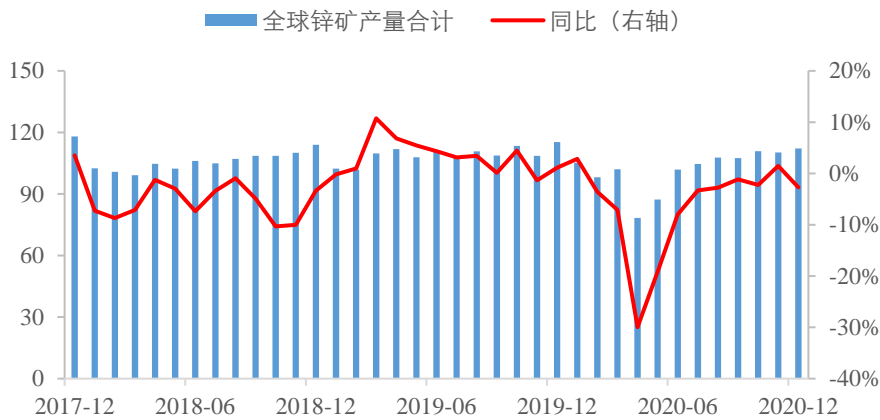
图5：国内锌矿月度开工率（单位：%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

在去年新冠疫情集中爆发后，海内外大型矿企的回复速度较快，而中小型矿企复产节奏偏慢成为拖累全球锌矿产量的主要因素，据 ILZSG 统计 2020 年全球锌精矿产量下滑 4.9%。目前 2021 年投产的主要矿山新建、扩建项目大多处于产能爬升阶段，而 Red Dog 减产对锌矿供应的影响直到 7 月份才能消除，预计 2021 年上半年全球锌精矿供应将保持偏紧的状态。

图6：全球锌矿月度产量及同比（单位：万吨）



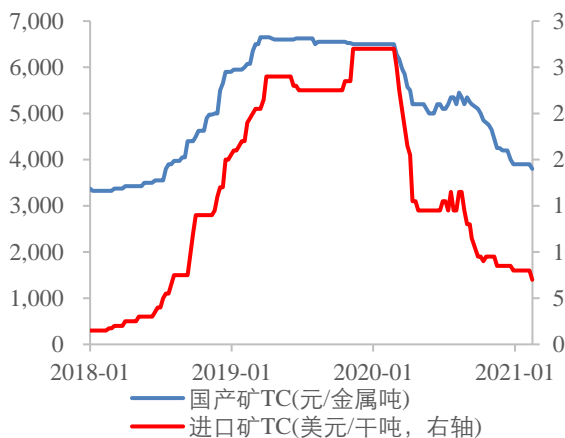
数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

2. 精炼锌供应压力预期不大

2.1 冶炼亏损抑制精炼锌产量

由于锌精矿供给偏紧，锌精矿加工费 TC 持续下探，处于近两年来的低位。低加工费导致冶炼厂利润今年以来时常出现亏损，冶炼生产积极性受挫。

图7：国内平均锌精矿加工费



数据来源：Wind，兴证期货研发部

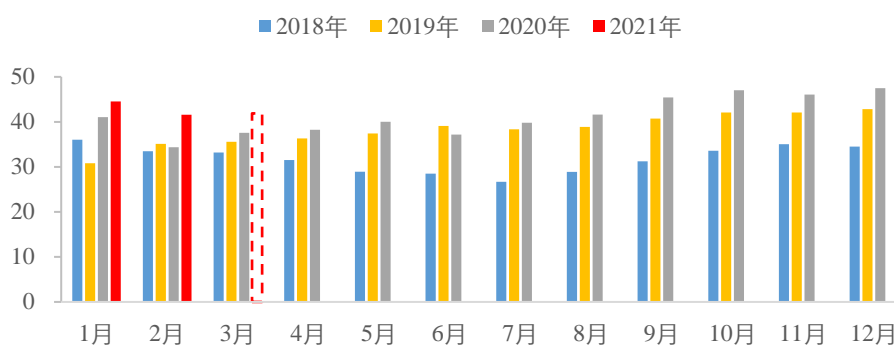
图8：锌锭价格及冶炼厂利润（单位：元/吨）



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

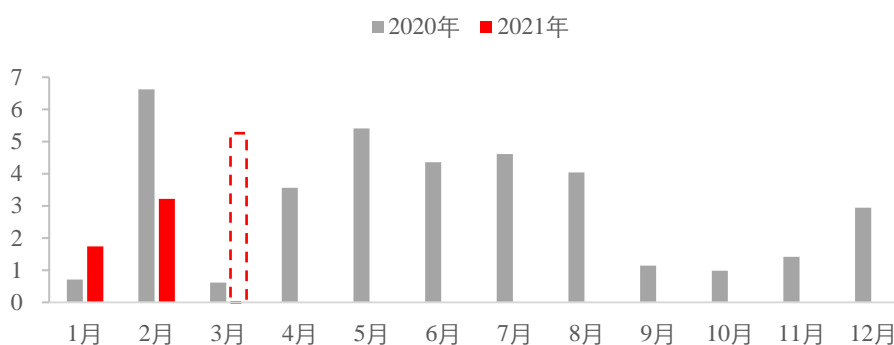
据 Mymetal 调研，国内冶炼厂 2-3 月安排了较大的检修，预计 3 月份在开工天数较多的情况下，精炼锌产量环比 2 月持平。考虑 2021 年上半年全球锌精矿供应将保持偏紧的状态，冶炼亏损对精炼锌产量的抑制可能持续到二季度。

图9：中国精炼锌月度产量（单位：万吨）



数据来源：Mymetal，兴证期货研发部

图10：中国冶炼厂月度检修影响产量（单位：万吨）

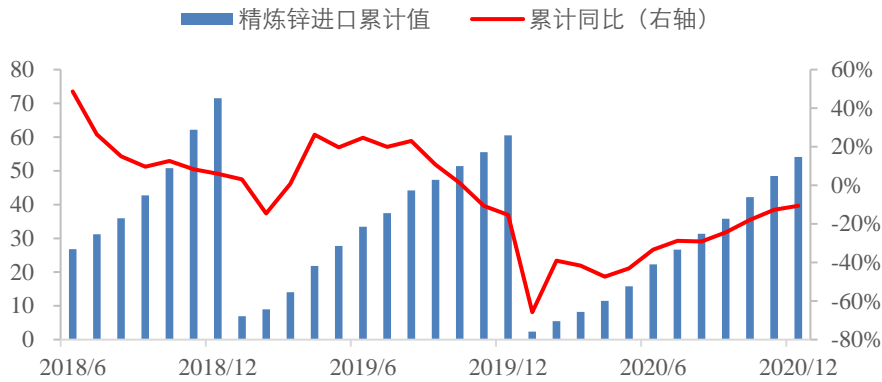


数据来源：Mymetal，兴证期货研发部

2.2 进口流入预期不强

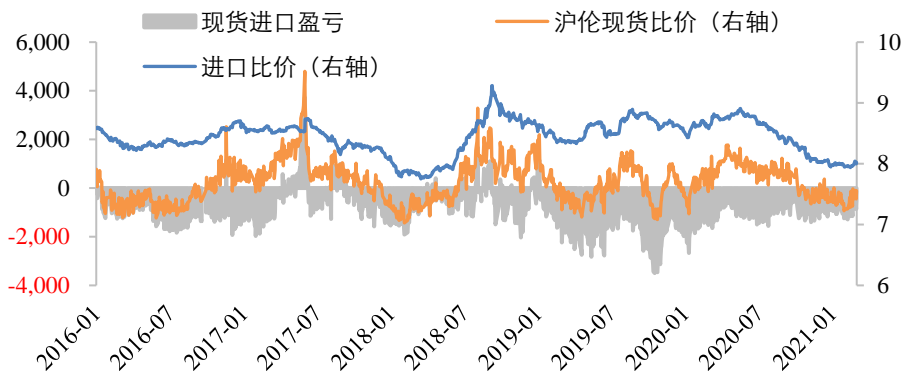
2020年国内疫情防控严格，全球海运受限，既无利润也无需求，我国的精炼锌进口量下降约9%，精炼锌的供给量相对偏低。目前在沪伦比值相对偏低的情况下，进口盈利窗口鲜有打开，精炼锌的进口流入预期不强。

图11：中国精炼锌累积进口量及同比（单位：万吨）



数据来源：海关总署，兴证期货研发部

图12：进口锌盈亏及沪伦比值（单位：元/吨）



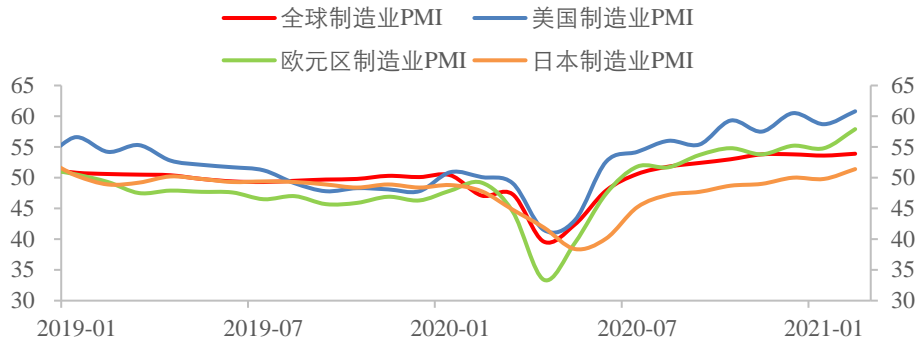
数据来源：Wind，SMM，兴证期货研发部

3. 需求持续改善，静待旺季补库

3.1 全球经济复苏，需求阶段性修复

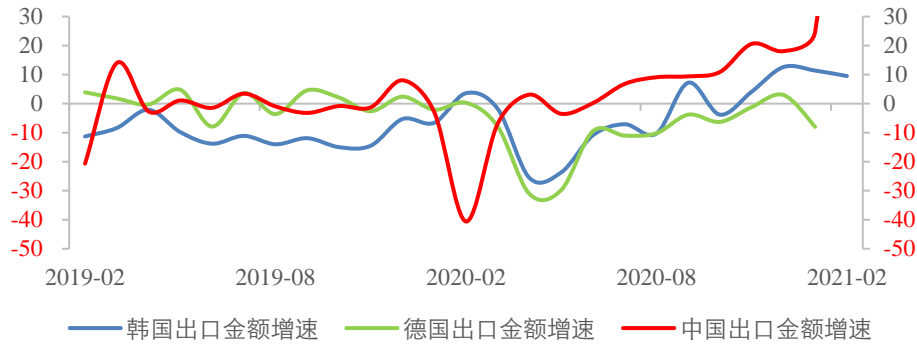
2020年下半年以来，全球经济开始逐步摆脱新冠疫情的负面影响。目前全球制造业 PMI 连续 8 个月位于临界点以上，美国和欧元区等发达经济体表现良好，提振大宗商品市场。主要出口国家的出口金额同比增速基本回正，我国出口表现尤为亮眼。

图13: 海外主要经济体制造业 PMI (单位: %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

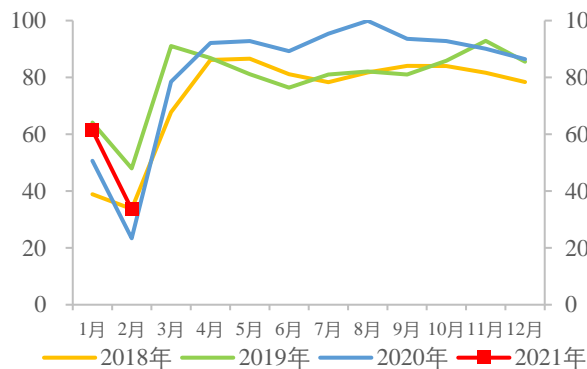
图14: 主要出口国家出口金额增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

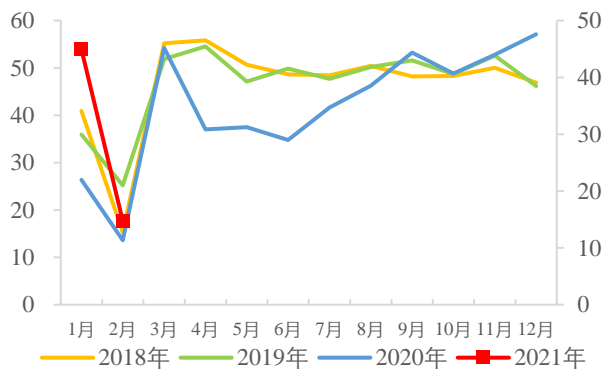
去年四季度以来下游企业开工率恢复良好，各主要消费领域一月份的开工率均处于季节性高位，疫情对国内生产和需求的影响已趋弱，阶段性修复已完成。

图15: 国内镀锌企业开工率 (单位: %)



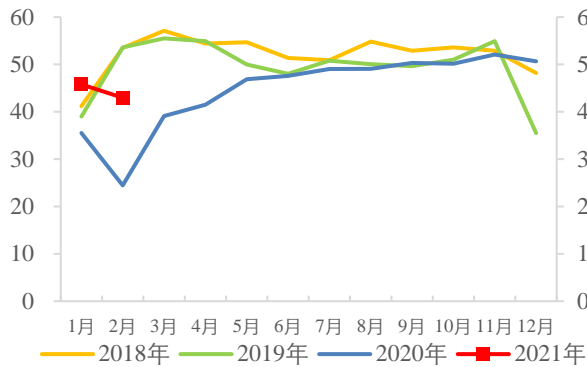
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图16: 国内锌合金企业开工率 (单位: %)



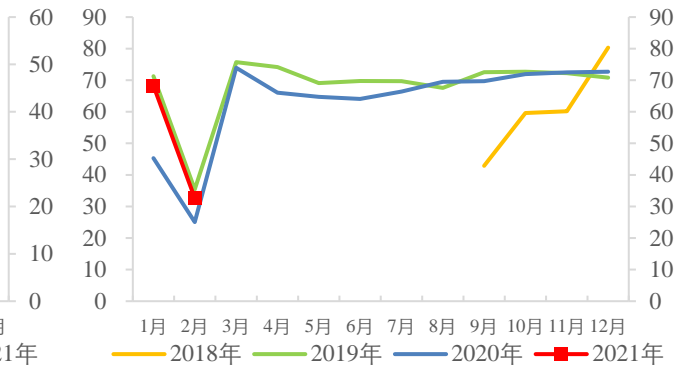
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图17: 国内氧化锌企业开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图18: 国内黄铜棒企业开工率 (单位: %)

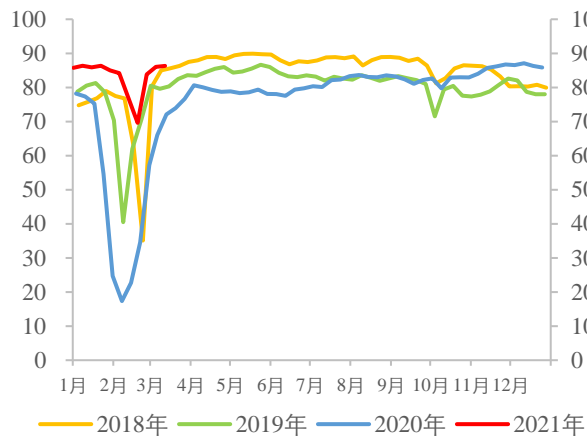


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2 节后消费快速回升

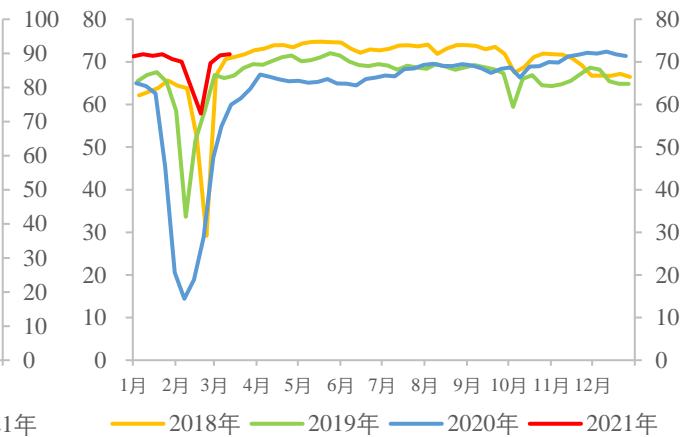
春节过后需求回升较快, 下游企业订单陆续增多。镀锌是锌下游最主要的初级消费领域, 大约占国内锌消费总量的 60%。今年各地员工“原地过年”情况较多, 镀锌板卷企业在春节期间停工减产的幅度远小于往年, 而且镀锌板卷的产量和产能利用率在春节后回升迅速, 消费旺季已初现端倪。

图19: 镀锌板卷周产量 (单位: 万吨)



数据来源: Mymetal, 兴证期货研发部

图20: 镀锌板卷企业产能利用率 (单位: %)

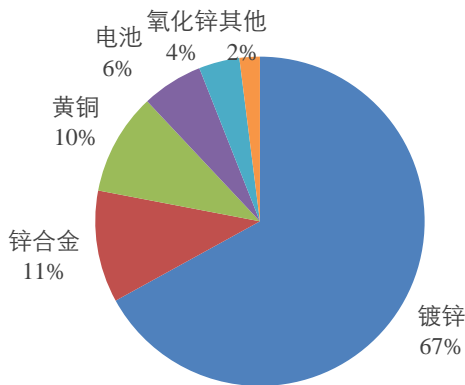


数据来源: Mymetal, 兴证期货研发部

3.3. 静待旺季库存去化

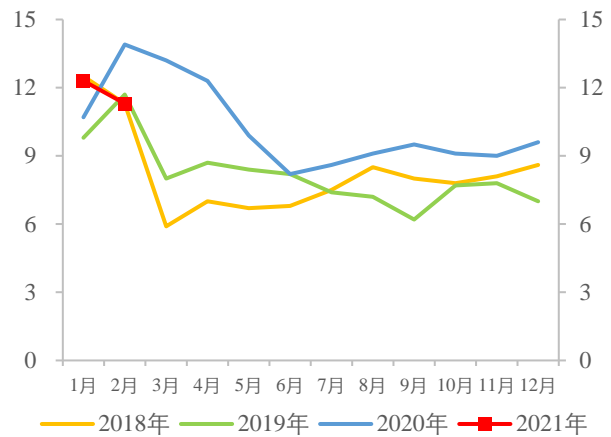
各锌消费领域企业节前备货相对充足,当前以消耗原料库存为主,现货市场接货意愿一般,逢低采购,对锌价形成抑制。随着传统消费旺季的到来,下游补库需求释放,支撑锌价长期看涨。

图21: 2020年国内锌初级消费领域占比



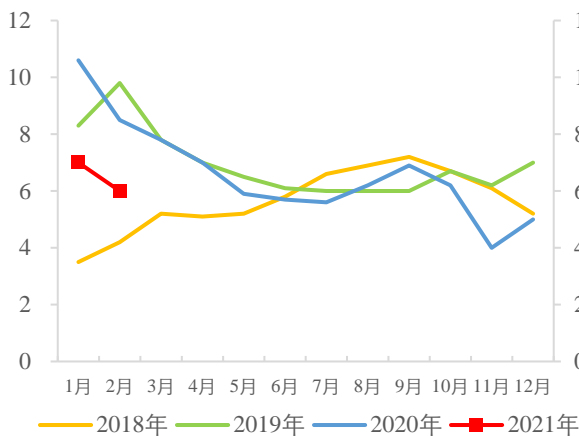
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图22: 国内镀锌企业原料库存天数



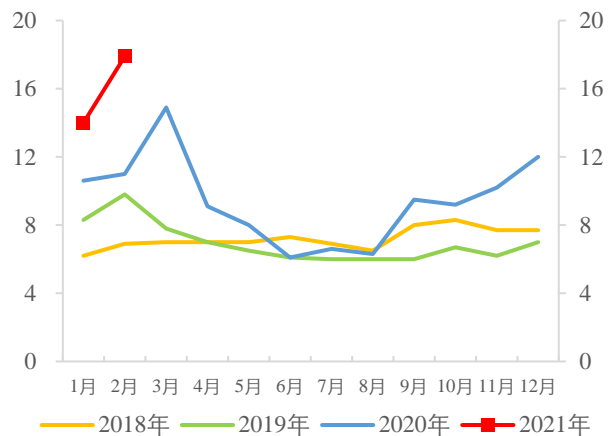
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图23: 国内锌合金企业原料库存天数



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

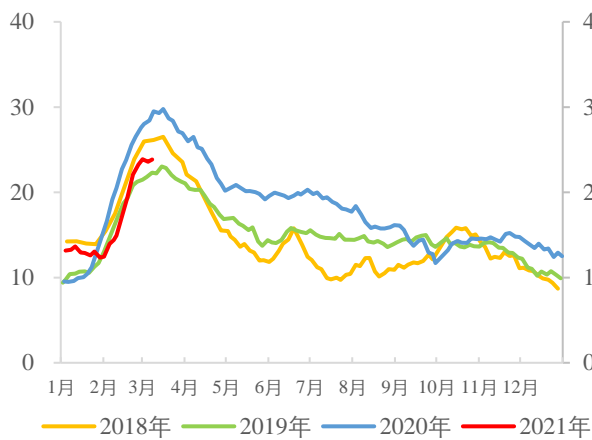
图24: 国内氧化锌企业原料库存天数



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

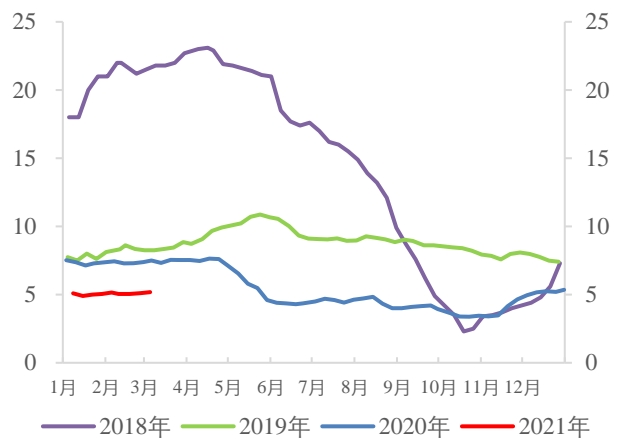
目前国内精炼锌社会库存已连续 5 周维持在淡季累库顶部,根据历史数据推测,还将继续维持 2 至 3 周左右。今年的淡季库存量处于历史相对低位,预计随着消费旺季的到来精炼锌库存将顺利去化。今年以来保税区库存保持在 5 万吨左右,明显低于历史同期水平,预计对国内的精炼锌供给量对有限。

图25: 国内精炼锌社会库存 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图26: 精炼锌保税区库存 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4. 结论

中小型矿山产量恢复不及时, 拖累锌精矿供给, 导致锌矿加工费持续低位, 冶炼厂利润下滑甚至亏损。

精炼锌产量受抑制, 叠加进口流入预期不强, 预计精炼锌供应量偏低。

下游需求在春节前已完成阶段性修复, 春节后复工进度较快, 消费旺季已初现端倪。下游企业节前备货相对充足, 目前以消耗原料库存为主。

我们认为短期内锌价以震荡为主, 随着供需格局转强, 下游旺季补库需求逐渐释放, 有望推动锌价上行。

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。