

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

精炼锌产量不会出现超预期增速，下游各终端消费回暖，精炼锌供需格局持续改善，旺季去库节奏持续，锌价下方支撑有力并有望上行。

● 我们的逻辑

1. **锌矿存量产能开工率偏低。**我国的中小型矿山受环保相关政策影响显著，自去年四季度以来开工率持续走低，导致锌精矿供给持续偏紧。

2. **锌矿增量产能难有超预期增加。**锌矿山的投产前约有三年的项目建设期，期间资本支出大幅增加。全球矿企近几年的资本支出并没有出现明显的高峰，新增产能相对有限。

3. **终端需求拉动消费。**终端需求持续好转，房地产施工、销售进度加快，基建投资持续增长，汽车家电消费反弹，产量有望持续高增长。供需格局支撑，锌价重心稳步上移。

● 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. 锌精矿供给持续紧缺.....	1
1.1 国内中小型矿山开工持续受阻.....	1
1.2 锌矿长周期供应难有超预期增量.....	3
2. 国内经济复苏确定性强，拉动锌消费维持增长趋势.....	5
2.1 终端消费持续拉动.....	5
2.2 锌长期供不应求.....	8
3. 结论：旺季去库延续，价格有望上行.....	9

图目录

图 1: 中国铅锌资源分布示意图.....	1
图 2: 我国锌矿产能分布（单位：万吨）.....	1
图 3: 我国锌矿山规模占比.....	1
图 4: 国内锌矿平均利润（单位：元/吨）.....	3
图 5: 我国锌矿企业开工率（按规模）（单位：元/吨）.....	3
图 6: Aripuana 矿山建设及资本支出时间表（单位：亿美元）.....	4
图 7: 锌矿企业历年 CAPEX 支出（单位：亿美元）.....	4
图 8: 锌初级消费占比.....	5
图 9: 锌终端消费占比.....	5
图 10: 房地产投资累计额及累计同比（单位：万亿元）.....	6
图 11: 房屋开工销售面积累计同比.....	6
图 12: 公共财政累计支出及累计同比（单位：万亿元）.....	7
图 13: 基建各领域投资累计同比.....	7
图 14: 汽车库存及库存指数（单位：万辆）.....	8
图 15: 空调累计产量及累计同比（单位：万台）.....	8
图 16: 全球锌矿总共需（单位：万吨）.....	9
图 17: 精炼锌社会库存（单位：万吨）.....	9

表目录

表 1: 主要锌矿生产省份矿山环保相关文件.....	2
----------------------------	---

1. 锌精矿供给持续紧缺

1.1 国内中小型矿山开工持续受阻

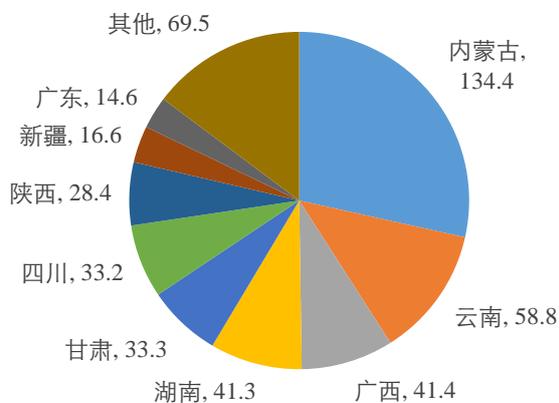
我国铅锌矿资源总体丰富，大型矿山较少。我国的铅锌矿资源比较丰富，截至 2019 年我国保有锌储量约 4,400 万吨，居世界第二位，保有铅储量约 1,800 万吨，居世界第 4 位。铅锌矿山分布广泛遍布，全国除上海、天津、香港外，均有铅锌矿产出。锌矿产量较多的省份依次是：内蒙古、云南、广西和湖南等。从矿山的规模来看，我国锌矿资源的总体特征是：富矿少，低品位矿多；大型矿少，中小型矿多。

图1：中国铅锌资源分布示意图



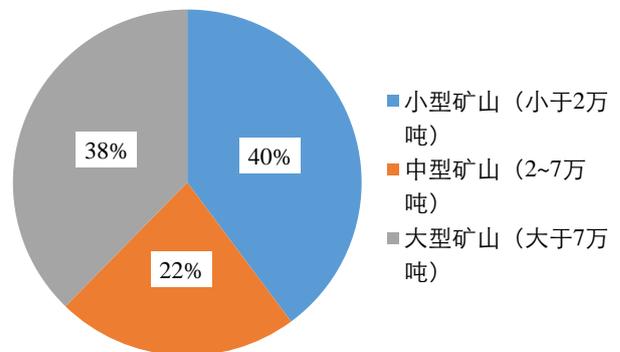
数据来源：中国地质调查局，兴证期货研发部

图2：我国锌矿产能分布（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图3：我国锌矿山规模占比



数据来源：SMM，兴证期货研发部

环保政策趋严，中小型锌矿受影响显著。近年来我国加大环境保护力度，为了响应中央相关环保政策，各省份先后出台文件对矿山建设提出标准，对不达标的矿山实行关闭退出。“绿色矿山”政策要求矿企投入资本开支，相关环保设施建成方可开工，中小型锌矿资金实力较弱，难以建成达标。“自然保护区”政策要求被划在自然保护区界内的矿山要先停工，重新提交开发方案并重新申请采矿权。地方政府倾向于保证大型铅锌矿的开工率，因此通常不会将大型铅锌矿划在自然保护区内，中小型锌矿企业则更容易受影响显著。

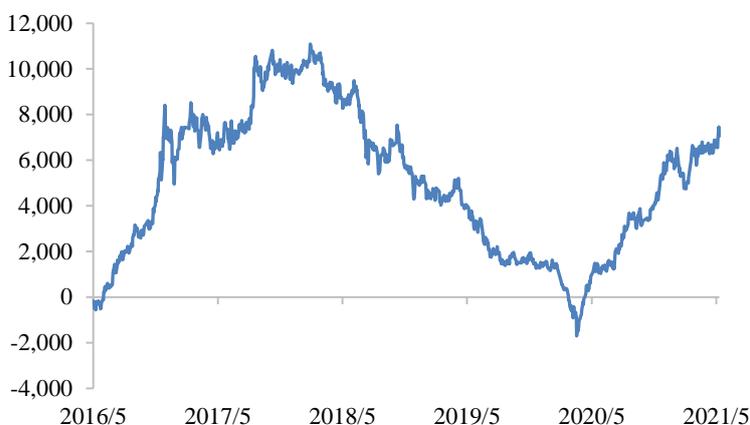
表1：主要锌矿生产省份矿山环保相关文件

时间	地区	文件名称	主要内容
2017年8月	云南	《云南省绿色矿山建设工作方案》	力争五年内，将矿业由粗放浪费扭转为符合生态文明建设要求的发展新模式。 <u>妥善处置自然保护区内已设置的矿业权，依法有序退出。</u>
2019年12月	广西	《关于进一步加快推进全区绿色矿山建设有关事项的通知》	要求全区所有应建矿山要启动绿色矿山建设，按标准加快改造升级，2022年底前，全区应建绿色矿山建成率达100%， <u>不符合绿色矿山标准的矿山企业分类有序退出。</u>
2020年4月	湖南	《湖南省绿色矿山建设三年行动方案（2020-2022年）》	严控矿权总量，大力推进矿业整顿整合，控制小、散、乱、污矿山，到2025年，规模以上企业比重提高到80%以上，并全面建成绿色矿山。 <u>对生态保护红线范围内的已设矿业权要逐宗制定整改方案，全面有序退出。</u>
2020年12月	内蒙古	《内蒙古自治区绿色矿山建设方案》	2020年底前，完成300个自治区级绿色矿山建设。到2025年，全部矿山达到国家或自治区级绿色矿山建设标准， <u>不符合绿色矿山标准的矿山企业逐步退出市场。</u>

数据来源：政府官网，兴证期货研发部

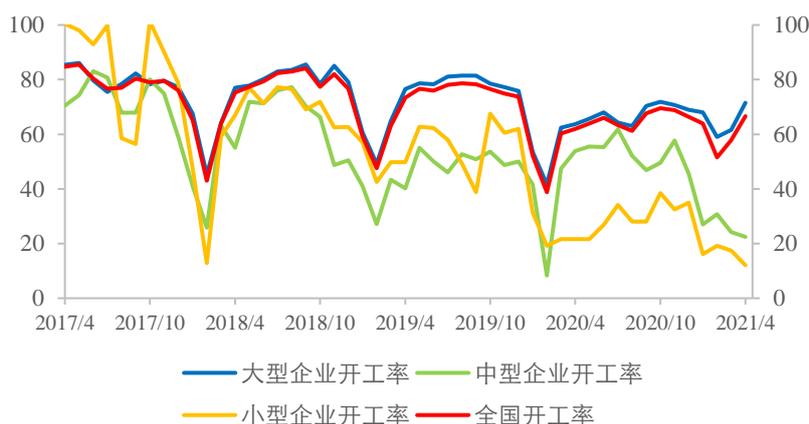
国内铅锌矿山开工率趋势性走低。除2020年受新冠疫情影响外，我国大型锌矿企业的开工率整体上平稳，而中小型锌矿企业则受环保政策影响开工困难。尤其在2020年四季度以来锌矿利润相对丰厚的情况下，中小型锌矿企业的开工率出现加速下滑。

图4：国内锌矿平均利润（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：我国锌矿企业开工率（按规模）（单位：元/吨）

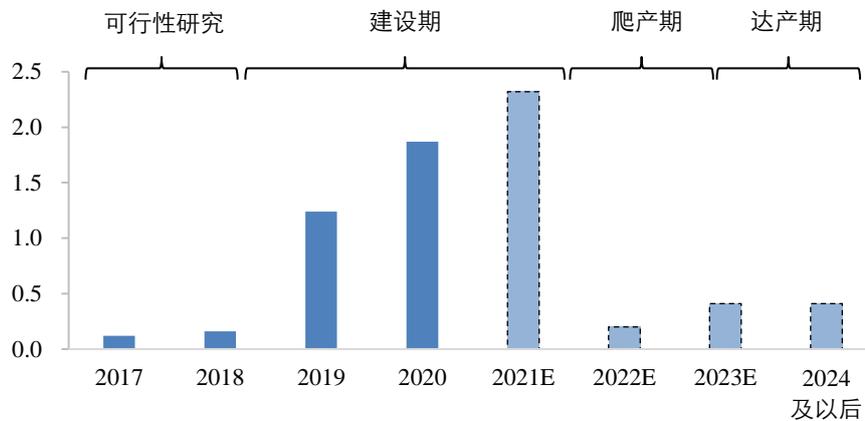


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 锌矿长周期供应难有超预期增量

锌矿山的投产周期约为5年，资本支出集中于项目建设期。锌矿山的投产周期大约为5年，以秘鲁即将投产的 Aripuana 锌矿项目为例，该项目的设计产能为11.9万吨/年，总投资约5.47亿美元，从2017年起经历了约2年的可行性研究以及随后约3年的项目建设期。矿山的可行性分析阶段主要是对地质资源进行勘察评估以及设计施工方案，项目建设期主要进行生产设备的采购安装以及基础设施的建设，因此矿山项目的资本支出更多集中在投产前的项目建设期。

图6: Aripuana 矿山建设及资本支出时间表 (单位: 亿美元)

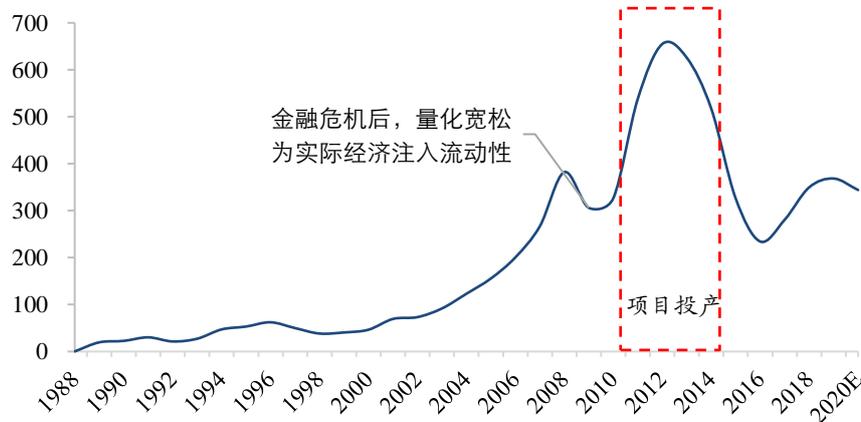


数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

2008 年大量矿山项目开启, 至 2010-2014 年出现投产高峰。矿企的资本支出大多用于矿山建设, 是决定产量增量的重要指标。最近一次资本支出高峰出现在 2008 年的全球金融危机后, 美联储实行了三轮量化宽松, 矿企纷纷新建、扩建和收购矿山。随之而来的就是 2010-2014 年, 这些矿山项目进入建设期并迎来资本支出高峰, 随后逐渐投产。

锌矿长周期供应难有超预期的增量。近几年锌矿企业的资本支出水平相对一般, 并没有出现大量矿山投产前的资本支出高峰。此外, 全球锌原矿品位的下降也削弱了资本支出对产能提升的边际效用。2020 年受新冠疫情影响, 矿企的盈利水平普遍下降, 资本支出有所削减。客观上工程进度也受到疫情防控的影响, 在建项目, 如秘鲁的 Aripuana、葡萄牙的 Neves-Corvo 等, 投产时间延后。因此, 未来三年锌矿新增产能相对有限。

图7: 锌矿企业历年 CAPEX 支出 (单位: 亿美元)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

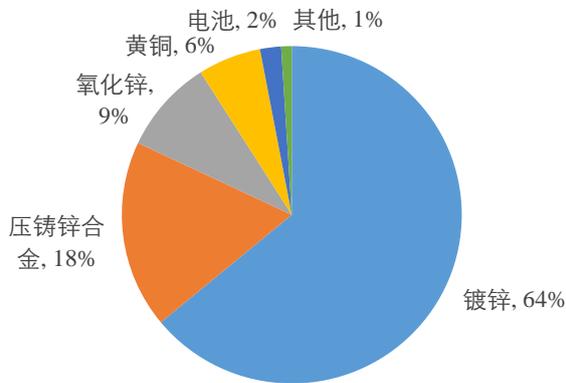
总体来看，国内中小型铅锌矿山持续受阻，新增产能相对有限，以及一批锌矿项目因资源耗竭而关闭，锌矿长周期供应难有超预期的增量。

2. 国内经济复苏确定性强，拉动锌消费维持增长趋势

2.1 终端消费持续拉动

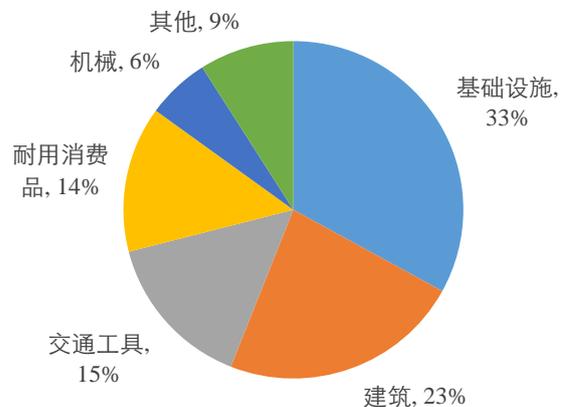
锌是典型的顺周期行业，锌下游的初级消费领域主要是镀锌，其次是压铸合金、氧化锌、铜锌合金等，而终端消费则主要应用于建筑业、交通运输业、家电工业、汽车工业等。近年来汽车、家电和基建领域对镀锌板的需求不断提升，成为锌下游消费的主要增长点。

图8：锌初级消费占比



数据来源：SMM，兴证期货研发部

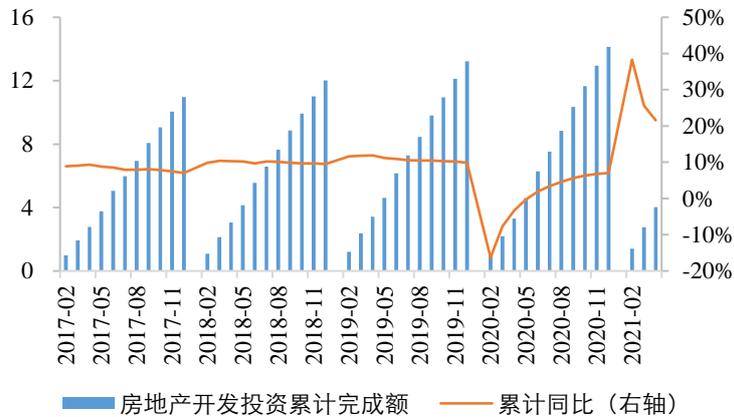
图9：锌终端消费占比



数据来源：SMM，兴证期货研发部

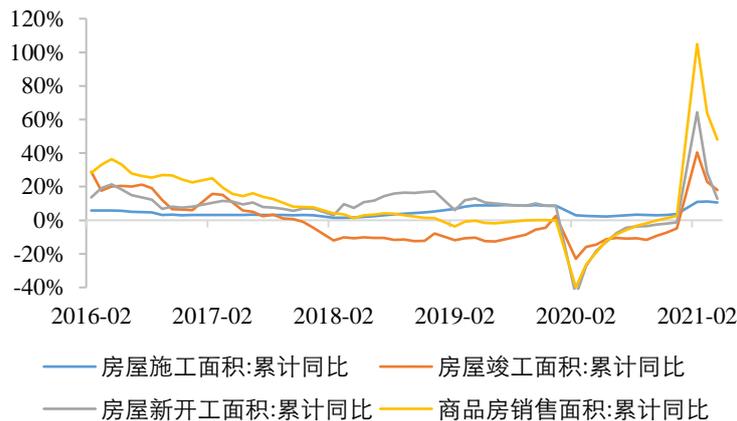
房地产施工、销售进度加快，需求持续好转。国内地产投资从2020年6月份开始转正增速缓慢上行，剔除疫情期间基期效应的影响，2021年4月的房地产投资额累计同比仍高达17.6%。但从建设进度来看，截至2020年底，房地产开工、施工以及销售的增速均已转正。地产企业为了回笼资金，施工、销售进度加快，截至今年4月份，房地产施工、销售累计同比增速相比2019年仍创历史新高，地产数据持续好转，拉动对锌的需求。

图10: 房地产投资累计额及累计同比 (单位: 万亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

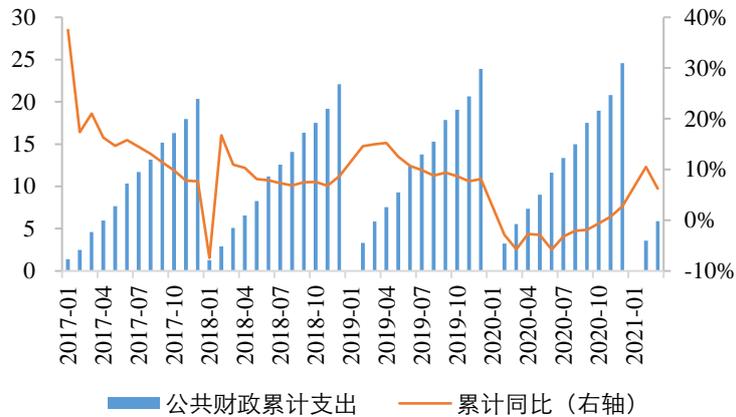
图11: 房屋开工销售面积累计同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

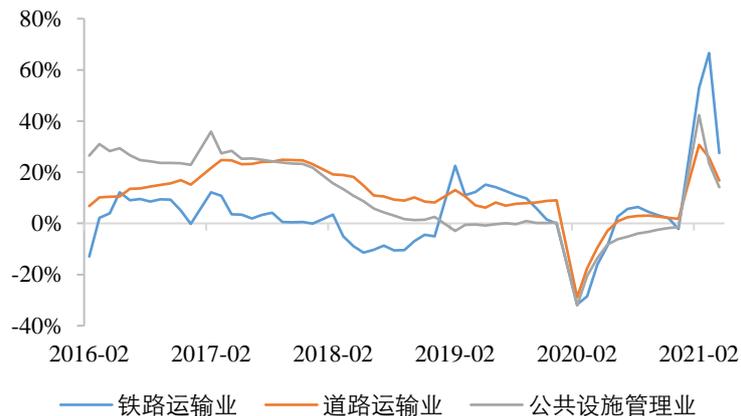
基建投资持续增长。铁路、公路运输都是镀锌板的重要应用领域，疫情以来，基建投资拉动固定资产投资快速持续增长。2018年10月31日，国务院办公厅发布了《关于保持基建补短板力度的指导意见》，提出进一步完善基础设施和公共服务，依托国家重大建设项目库，分近期、中期、长期三类储备一批基础设施等重点领域补短板重大项目。后疫情时代，基建投资仍将成为刺激经济增长的重要动力。

图12：公共财政累计支出及累计同比（单位：万亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

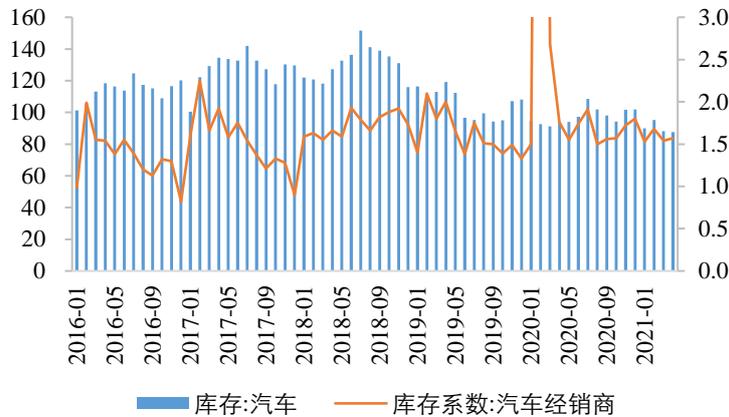
图13：基建各领域投资累计同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

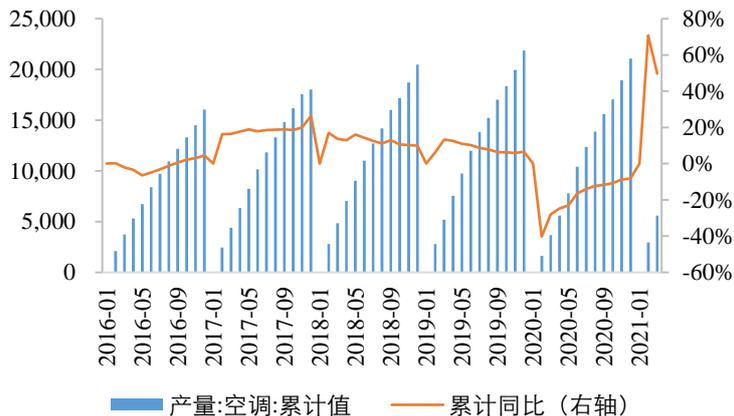
汽车家电消费反弹，产量有望持续高增长。新冠疫情以来，新增的出行需要（替代公共交通需求）使得汽车月度产量开始高速增长。春节前后是汽车销售旺季，叠加汽车下乡政策的推动，汽车产销出现报复式增长，带动库存趋势性下降。随着销售面积增速的转正，空调等家电库存增速拐点的出现，高库存情况将逐步缓解，需求拉动有望提速。

图14: 汽车库存及库存指数 (单位: 万辆)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图15: 空调累计产量及累计同比 (单位: 万台)

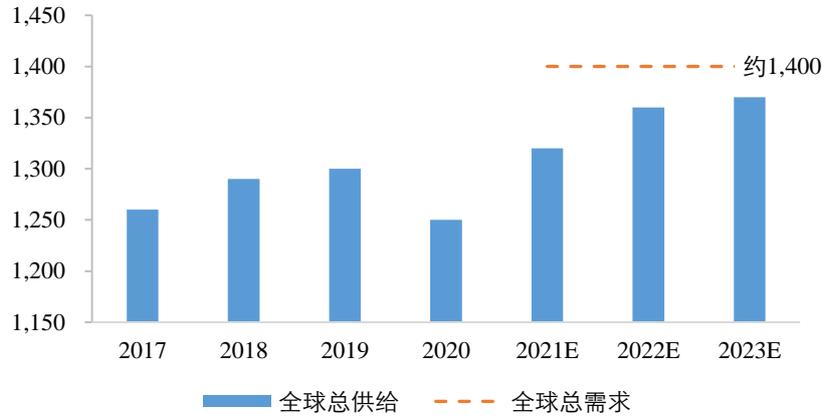


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 锌长期供不应求

供需格局支撑，锌价重心稳步上移。世界著名能源咨询公司 Wood Mackenzie 预测未来三年全球锌矿的总需求锚定在 1,400 万吨左右，2021 至 2023 年全球锌矿产量增速较慢，无法满足需求，锌矿仍将持续供不应求的状态。我们预计二季度锌的价格中枢有望继续上移。

图16: 全球锌矿总供需 (单位: 万吨)

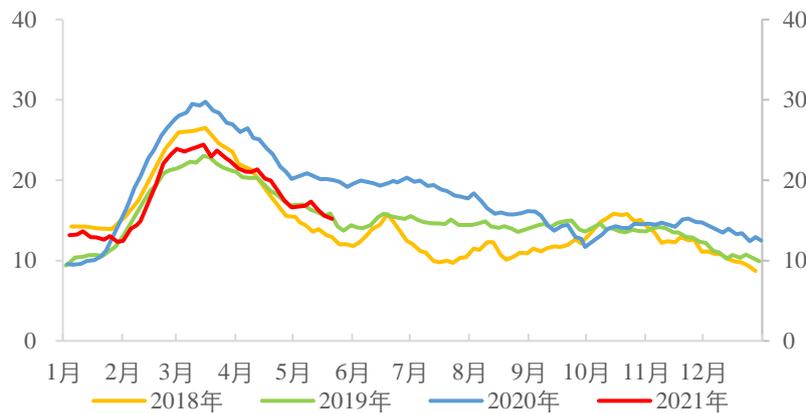


数据来源: Wood Mackenzie, 兴证期货研发部

3. 结论: 旺季去库延续, 价格有望上行

旺季去库延续。今年精炼锌淡季累库幅度相对低于历史同期水平, 春节后下游消费逐步回暖, 精炼锌社会库存进入旺季去库节奏。随着供需格局持续改善, 旺季去库节奏有望延续, 锌价下方支撑有力并有望上行。

图17: 精炼锌社会库存 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 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。