

从供应和利润周期看锌价

兴证期货 · 研发中心

2023年8月4日星期五

有色研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

马志君

从业资格编号: F03114682

联系人:

马志君

电话: 021-68982784

邮箱:

mazj@xzfutures.com

● 核心观点

回顾从2022年二季度以来的有色行情,锌价的回调时间和空间都属于较大的品种,而在经历了一年以来的震荡回落之后,锌在7月开启了一波小幅的筑底反弹。

本文我们试图从锌产业当前的产业利润情况,来探寻当前锌价的在一轮周期中所属的位置。

当前锌矿的新增产能小于前几轮,本轮全球矿端的增速正在走低。而全球的精炼锌产量的增速预计在今年达到顶峰,除了国内冶炼端的大幅扩张,欧洲冶炼在经历的能源危机后的复产也是一大增量。当前锌矿过剩的格局正在逐步缓解,锌元素的过剩正逐步由有产业链的锌矿采选一段逐步向锌金属冶炼一段推进,预计2023年全球金属锌过剩的格局不会改变。过剩量主要集中在海外(欧洲冶炼复产,需求不足),而国内随着下半年供应增速的放缓,预计过剩量将有所收窄。

从长周期的角度来看，当前锌元素过剩由矿到金属的转移，这往往处在供应扩张的尾部。除去宏观层面受到联储加息周期和国内经济疲弱的影响之外，对比过往从产业自身的供应和成本周期来看锌价已经接近，预计2023年H2-2024H1可能将见到本轮锌价周期的底部。

目录

一. 历史锌价周期回顾	4
二. 锌矿过剩逐步缓解	5
2.1 供应增速放缓	5
2.2 锌精矿 TC 高位回落	6
2.3 锌矿采选成本上移	7
三. 冶炼增速高峰已过	8
3.1 上半年冶炼同比大增	8
3.2 产能扩张增速放缓	8
3.3 海外复产情况良好	9
四. 精炼锌过剩的格局依旧	10
分析师承诺	11

一. 历史锌价周期回顾

回顾历史，2000 年以后锌价合计经历过四轮牛市和周期，分别为 2002–2006、2009–2011、2016–2018 和 2020–2022。其中 2002–2006、2016–2018 和 2020–2022 的这三轮的涨幅较大，而 2009–2011 这一轮其他品种普遍涨幅较大的周期反而涨幅较小。究其原因前三者牛市除了宏观层面周期之外，其基本面供需周期是这三轮大牛市的重要支撑。因此我们在研究锌价的周期时，我们不难发现尽管锌价作为一个小品种常常在短期受到宏观情绪的影响波动较大，但其自身并不是一个金融属性很强的品种，产业自身的周期往往才是决定其长期走势的核心因素。

图 1: LME 锌价 (美元/吨)



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

因此本文我们以锌产业供应端的成本利润周期作为切入点，来研判当前锌价所处的位置。除去宏观层面受到联储加息周期和国内经济疲弱的影响之外，对比过往从产业自身的供应和成本周期来看锌价已经接近，这或许意味着锌价的已经离本轮周期的底部不远了。不过我们需要注意的，由于有色金属原料定价采用了加工费这种相对定价的模式，供应端的成本利润是跟

随期货价格变动的，因此除了锌矿采选的绝对成本之外，锌产业成本利润是相对期价动态平衡的，通过加工费的变化产业内部的利润结构也是变动的。

二. 锌矿过剩逐步缓解

2.1 供应增速放缓

首先我们来看锌矿采选环节，锌矿的建设周期一般为 2.5 年至 3 年，2000 年以来全球锌矿供应增速分别在 2002 年、2009 年、2015 年和 2020 年，都是四轮牛市的起点，也是锌价周期的底部。从这个角度来看当前锌矿供应尚处在上升周期，因此目前就说锌价已经到达锌价底部还为时尚早。根据国际锌业组织统计数据，2023 年 1-5 月全球锌精矿产量 508.46 万吨，同比增加 0.6%

图 2：全球锌精矿年度产量 (Kt)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

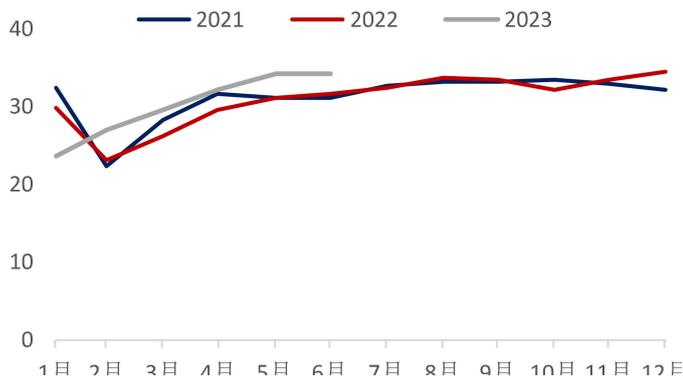
图 3：全球锌精矿月度产量 (Kt)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

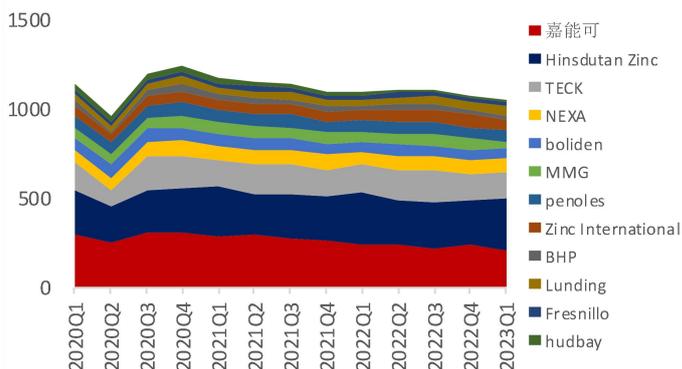
国内方面,根据 SMM 样本数据,2023 年 1-6 月中国锌精矿产量 180.71,同比增加 5.43%,绝对量增加约 10 万吨。海外方面,根据我们统计的几大传统矿企的 2023Q1 产量为 1049.万吨,同比下降 4.9%,绝对量下降约 5.3 万吨,基本抵消了中国产量的上升。不过 2023 年锌精矿最大的新增项目 Ozernoye (年化产能 30 万吨) 进展快于预期,部分头部矿企对 2023 年的年度产量指引依旧维持较快增长,因此预计 2023 年全年锌精矿产量仍将维持增,但整体或低于预期。

图 4: SMM 中国锌精矿产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 5: 海外矿企锌精矿季度产量 (Kt)

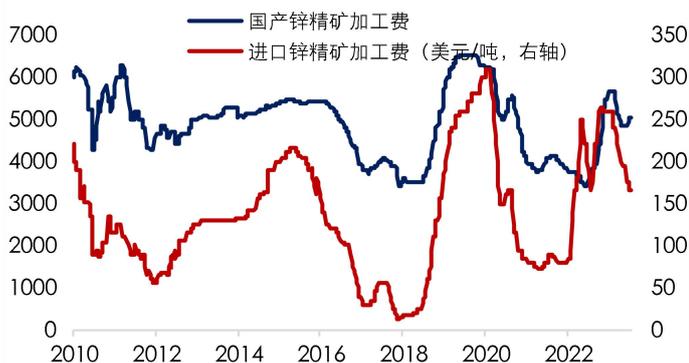


数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

2.2 锌精矿 TC 高位回落

从反映锌矿供需的加工费 TC 来看, 当前 TC 加工费依然较 2022 年 4 季度的高位有着明显的回落。截至 2023 年 7 月底, 中国国产锌精矿加工费为 5050 元/吨, 进口锌精矿加工费为 165 美元/吨, 分别较此前高点回落了 600 元/吨和 95 美元/吨, 反映国内锌矿供需已经开始收紧。当前的锌精矿加工费基本出资按历史上一个中位数的水平。不过从历年中国锌冶炼签订的锌精矿年度 TC Benchmark 价格来看, 2023 年 274 美元/吨的价格已经处在历史高位了。

图 6: 中国锌精矿加工费 TC 现货价 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 7: 中国锌精矿 TC 年度 Benchmark (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2023 年国内冶炼产能的扩张加大了对海外矿的需求。根据 SMM 数据, 2023 年 1-6 月中国锌精矿进口量 227.81 万吨, 同比增加 25.36%。不过随着欧洲冶炼端的产能的复产, 海外对锌精矿需求也在回升, 预计下半年国内锌精矿供需或进一步收紧。

图 8：中国锌精矿进口量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 9：中国国产 - 进口锌精矿价差（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.3 锌矿采选成本上移

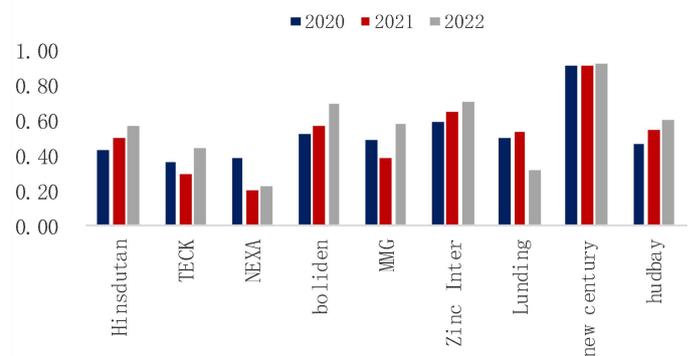
此外，我们从 SMM 统计的国产锌精矿利润情况来看，目前较 2021 年四季度至 2022 年一季度时期的高峰已经大幅下滑，目前每金属吨为 1885 元，较最高点下降了 8000-9000 元。整体水平已经处在历史中低位水平，但过往数轮锌价的底部基本都击穿了国产锌精矿加权平均的成本线。海外矿方面，根据我们统计的几大公布成本矿企数据（2022 年度产量 309.5 万吨），海外锌矿采选的成本呈现上升的趋势，因此本轮周期的锌矿的成本线要较 2020 上行，预计在沪锌 17000-18000 元/吨，伦锌 2100-2200 美元/吨。

图 10：中国国产锌精矿利润（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：海外锌精矿采选现金成本（美元/磅）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

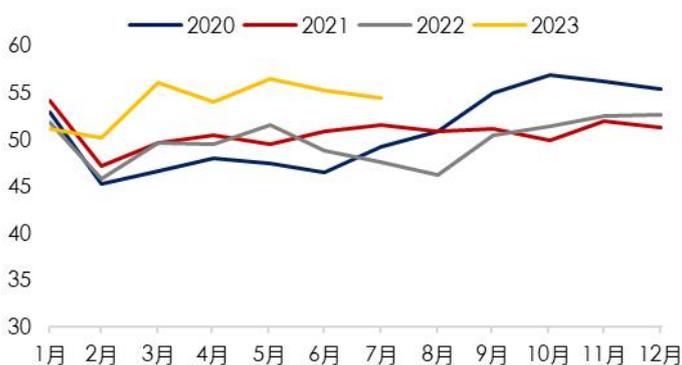
实际上近两年来，锌价的走强并没带来锌矿扩张的加速，受到疫情以及其他包括铜、锂和镍等金属占据更多全球矿上的资本开支的影响，锌矿产能的增速整体是低于预期的。综合来看，从长周期的角度来看，随着海外锌冶炼逐步的复产，全球锌矿供应过剩的高峰已经过去，但供应增速的底部尚未到来

三. 冶炼增速高峰已过

3.1 上半年冶炼同比大增

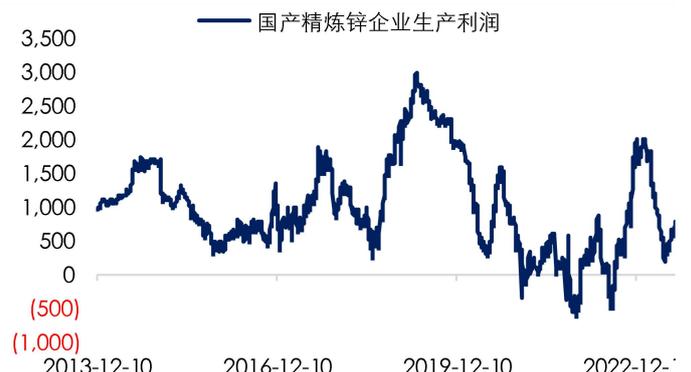
根据 SMM 数据，2023 年 1-7 月国内锌冶炼产量 377.45 万吨，同比增加 9.5%。2023 年上半年国内锌冶炼原料充足，受益于锌精矿长单加工费较高，导致国内利润水平处于历史高位。除了已有产能开工意愿高之外，国内锌冶炼端的新投产能也纷纷达产，其中金利金铅在年初基本顺利达产贡献最大增量。二季度尽管受到锌价下跌的影响，国内冶炼的盘面利润大幅下滑，但由于有锌精矿长单的支撑，冶炼厂减产意愿不高，导致 2023 年 Q2 的冶炼检修低于预期。此外 2022 年二至三季度国内锌冶炼受到部分地区限电的影响导致产量下降，基期数值低也使得今年同比增量较大。

图 12：中国精炼锌产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13：中国锌冶炼盘面利润（元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

3.2 产能扩张增速放缓

不过进入到二季度，我们还是明显可以看到国内冶炼产量环比出现一定的回落，一是冶炼厂检修量较一季度有所增多，二是大部分新增产能都已经完成达产，二季度末开始锌冶炼的增

量较为有限。从下表统计的 2023 年国内锌冶炼产能情况可以看出随着上半年的集中投产，下半年锌冶炼基本没有新增产能，明年预期到南方有色的 30 万吨原生产能实际投产还很遥远，因此本轮冶炼产能扩张增速将开始放缓。

表 1: 中国锌冶炼产能变动情况 (万吨)

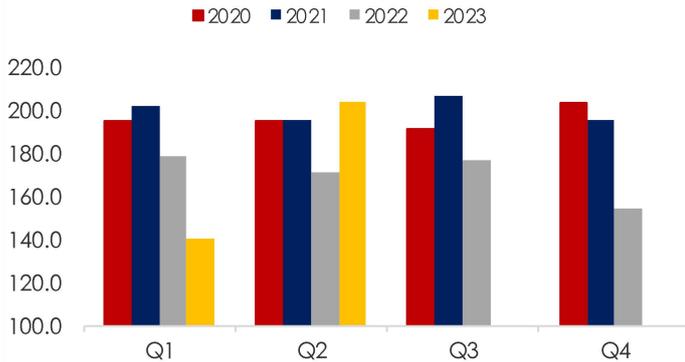
省份	炼厂	类型	性质	新增产能	投产时间
江西	江西思远	再生	爬产	1.2	
湖南	湖南皓钰	再生	爬产	5	
广西	梧州永鑫	再生	新建	5	23H1
四川	鑫美科技	再生	新建	10	
河南	金利金铅	原生	新建	15	
广西	南丹吉朗	再生	增产	2	23H2
广西	南方有色	原生	新建	30	2024

数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.3 海外复产情况良好

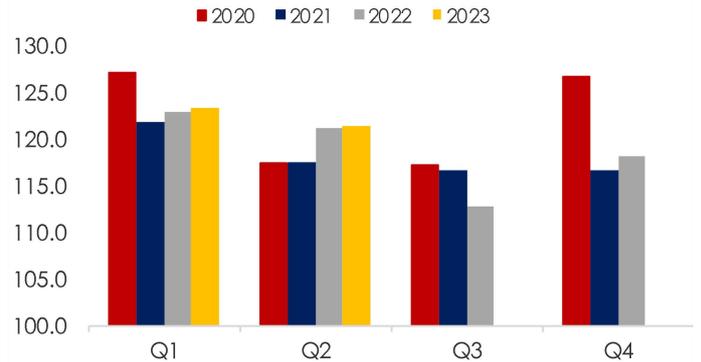
海外冶炼方面，2023 年欧洲天然气价格已经回落，Nyrstar 旗下三家冶炼厂宣布在 Q1 逐步复产，预计同比将有 10 万-15 万吨的产能修复。此外，同样宣布减产的嘉能可旗下冶炼企业，除位于意大利的 Portovesme 因成本较高及工人问题原生锌产能或永久关闭之外，基本都开始复产。根据嘉能可公布的半年报，2023 年上半年公司的欧洲锌冶炼产量为 34.53 万吨，同比去年下降了 0.56 万吨，同比 2021 年减产前下降了 5.31 万吨。不过需要注意的是嘉能可旗下冶炼企业 2023Q2 的产量为 20.47 万吨，同比去年增加了 3.28 万吨，同比 2021 年减产前也增加了 0.89 万吨，这足以表明其冶炼已经基本完全复产。并未减产的 BOLIDEN 欧洲冶炼厂产量同比也呈现正增长，也进一步验证了能源问题对欧洲冶炼的影响正在消退。

图 14: 嘉能可欧洲冶炼产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 15: BOLIDEN 欧洲冶炼产量 (元/吨)



数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

四. 精炼锌过剩的格局依旧

综合前文, 我们可以看到本轮锌周期已经走过大半, 锌矿的新增产能小于前几轮, 本轮全球矿端的增速正在走低。而全球的精炼锌产量的增速预计在今年达到顶峰, 除了国内冶炼端的大幅扩张, 欧洲冶炼在经历的能源危机后的复产也是一大增量。当前锌矿过剩的格局正在逐步缓解, 锌元素的过剩正逐步由有产业链的锌矿采选一段逐步向锌金属冶炼一段推进, 预计 2023 年全球金属锌过剩的格局不会改变。过剩量主要集中在海外 (欧洲冶炼复产, 需求不足), 而国内随着下半年供应增速的放缓, 预计过剩量将有所收窄。从长周期的角度来看, 当前锌元素过剩由矿到金属的转移, 这往往处在供应扩张的尾部, 预计 2023 年 H2-2024H1 可能将见到本轮锌价周期的底部。

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，通过合理判断地得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因此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唯一因素。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。