

### 欧洲炼厂相继减产，锌价重心上移



走势评级:

锌: 看涨

报告日期:

2021 年 10 月 17 日

#### ★事件概况

10 月 13 日, Nyrstar 宣布其位于欧洲的三座锌冶炼厂减产 50%, 三座冶炼厂总产能近 70 万吨, 减产 50%则单月减量 2.9 万吨。

10 月 15 日, 嘉能可宣布旗下欧洲冶炼厂将错峰生产以应对峰值电价带来的高额成本, 三座冶炼厂 2020 年精炼锌产量 78.7 万吨, 尚未披露具体减量。

#### ★事件分析

减产的主要原因为欧洲的高电价, 目前多国电价同比涨幅超 3 倍。以荷兰电价 168 欧元/兆瓦测算, 锌冶炼厂的电力成本较去年同期增加了 445 欧元/吨。此外, 吨锌的直接碳排放成本也同比增加了 49 欧元/吨。

后续可通过两个维度跟踪减产范围是否会进一步扩大: 电价角度, 需持续跟踪欧洲天然气及电价, 尤其需要重点监测西班牙、芬兰、比利时和荷兰等锌冶炼产能相对更集中的国家; 企业角度, 电价长协比例未知使得现货价格下的冶炼厂盈利与实际情况有所偏差, 因此需要持续关注各企业的相关新闻, 重点关注嘉能可、Nyrstar 及 Boliden。

#### ★投资建议

在国内外供应端风险难以解除的情况下, 锌价预计仍是易涨难跌, 重心逐步上移。策略角度, 短期内价格上行过快, 回调风险也在逐步累积, 同时下游消费对高价格的负反馈及抛储也会在盘面有所反应, 短期不建议追高; 中期而言, 在海外能源危机解除之前, 锌价上行的主驱动仍在, 可回调布局多单。

#### ★风险提示

消费失速下行, 国储抛储量大幅增加。

曹洋 资深分析师 (有色金属)

从业资格号: F3012297

投资咨询号: Z0013048

Tel: 8621-63325888-3904

Email: [yang.cao@orientfutures.com](mailto:yang.cao@orientfutures.com)

联系人

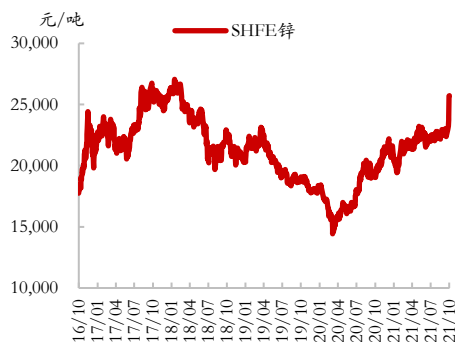
陈祎萱 分析师 (有色金属)

从业资格号: F3074710

Tel: 8621-63325888-2722

Email: [yixuan.chen@orientfutures.com](mailto:yixuan.chen@orientfutures.com)

#### 上期所锌主力合约走势



**重要事项:** 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成交易建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺, 见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

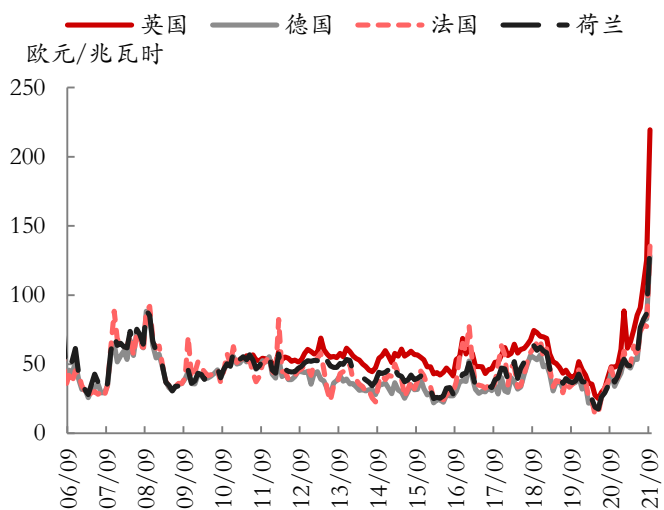
## 1、事件概况

9月24日，Nyrstar 宣布因电力成本飙升，公司正在削减荷兰 Budel 锌冶炼厂的产量。10月13日，Nyrstar 宣布由于欧洲电价及碳配额价格激增，其位于欧洲的三座锌冶炼厂减产 50%。10月15日，嘉能可也宣布为应对愈演愈烈的欧洲能源危机，公司正在评估欧洲地区冶炼厂的情况，错峰生产以应对峰值电价带来的高额成本。受欧洲冶炼厂减产消息驱动，伦锌沪锌双双走强，目前均已突破 2017 年高点。

## 2、事件分析

据公司公告，Nyrstar 在欧洲的三座锌冶炼厂分别是位于荷兰的 Budel（年产能 30 万吨），比利时的 Balen（年产能 20 万吨）以及法国的 Auby（产能 17.2 万吨）。三座冶炼厂总产能近 70 万吨，减产 50% 则意味着单月减量 2.9 万吨。嘉能可在欧洲的三座冶炼厂分别位于德国、意大利和西班牙，三座冶炼厂 2020 年精炼锌产量 78.7 万吨，2021 年上半年精炼锌产量 39.8 万吨，截至目前，公司尚未披露错峰生产带来的具体减量。

图表 1：欧洲各国现货电价



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 2：ICE EUA（碳排放权）期货价格



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

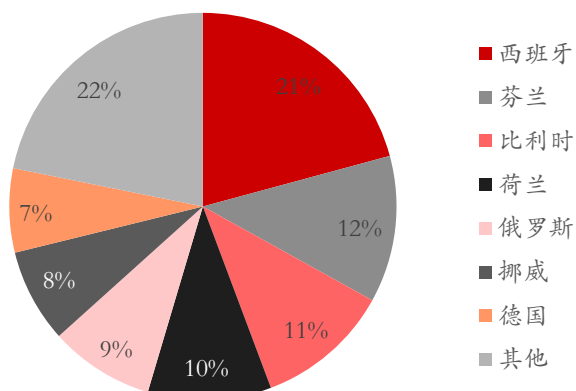
二者减产的主要原因为欧洲高额的电价。随着天然气价格飙升，欧洲电价也水涨船高，多国电价同比涨幅超三倍。以最先发生冶炼厂减产的荷兰为例，当前电价高达 168 欧元/兆瓦时，较去年同期增加了 131 欧元/兆瓦时或 352%。以锌冶炼平均耗电量 3400 千瓦时/吨计算，当前荷兰锌冶炼厂的电力成本从去年同期的 126 欧元/吨增至 571 欧元/吨。

此外，碳配额价格也在过去一年内从 24 欧元/吨增至 59 欧元/吨，增幅达 151%。对于锌冶炼厂而言，除了用电产生的间接碳排放外，冶炼过程中也会直接排放二氧化碳，据 Boliden 披露的信息显示，典型锌冶炼厂生产一吨精炼锌产生的直接碳排放约为

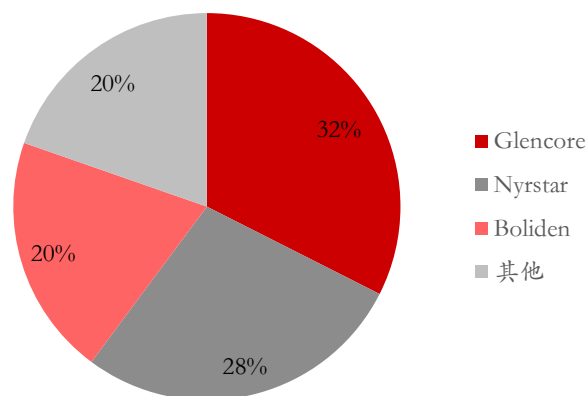
1000-1800kg。以平均值 1400kg 计算，吨锌的碳排放成本也从去年同期的 33.6 欧元/吨增至当前的 82.6 欧元/吨。

从上述测算可以看出，电价及碳排放权价格走高使得当前荷兰锌冶炼厂的吨锌生产成本增加了近 500 欧元/吨，或 573 美元/吨。而以计价系数 85%、回收率 96% 计，锌价由去年同期的 2500 美元/吨增至当前的 3820 美元/吨给冶炼厂带来的增收约 145 美元/吨；欧洲地区硫酸价格在过去一年内由 19 美元增至 203 美元，按生产一吨精炼锌副产 1.7 吨硫酸，副产品硫酸带来的收益增加约 313 美元/吨；加工费在过去一年内变动有限。综合来看，当前荷兰锌冶炼厂的吨锌利润较去年同期收窄了 115 美元/吨。

图表 3：欧洲各国精炼锌产量占比（2020）



图表 4：欧洲精炼锌产能结构（按企业）



资料来源：ILZSG，东证衍生品研究院

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

当前欧洲已有 60% 的锌冶炼产能因高电价而降负荷运行，那么后续减产范围是否会进一步扩大？我们认为可以从两个维度进行跟踪：

首先是电价角度。考虑到当前欧洲冶炼厂利润收缩的主要原因在于能源危机带来的高电价，后续需要持续跟踪相关进展，可观测指标为天然气价格及电价。进一步地，我们认为需要重点监测锌冶炼产能相对更集中的国家，包括西班牙、芬兰、比利时和荷兰等。

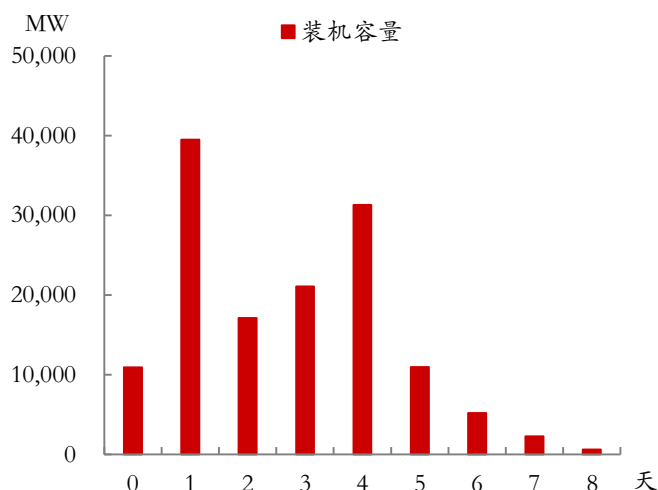
其次是企业角度。上文中我们的测算中使用的均是现货电价，而实际中，冶炼厂可能与电力公司签有长协，长协订单的比例及期限决定了当前冶炼厂对高电价的风险敞口。由于各企业并未披露冶炼厂签订的长协电比例，我们无法准确测算当前各冶炼厂的实际盈利情况。因此，除了从电价角度整体感知行业利润之外，还需要持续关注各企业的相关公告。欧洲精炼锌产能主要集中于嘉能可、Nyrstar 及 Boliden。在嘉能可及 Nyrstar 相继减产后，后续需要关注 Boliden 是否宣布减产。Boliden 在欧洲有两座锌冶炼厂，分别是位于芬兰的 Kokkola 和挪威的 Odda，2020 年精炼锌产量分别为 29.7 万吨和 19.2 万吨。

### 3、投资建议

随着 Nyrstar 及嘉能可相继宣布旗下位于欧洲的冶炼厂减产，欧洲当前近 60% 的锌冶炼产能已受到能源危机带来的负面影响。而当前欧洲能源危机尚未出现缓解迹象，各国电价仍在持续升高，后续不排除减产范围进一步扩大，需持续跟踪西班牙、芬兰、比利时等国的电价变动。此外，由于冶炼厂的电价长协比例未知，用现货价格测算的冶炼厂盈利与实际情况有所偏差，因此还需要持续关注各企业的相关新闻，在嘉能可及 Nyrstar 相继减产后，后续需要关注 Boliden 是否跟进。

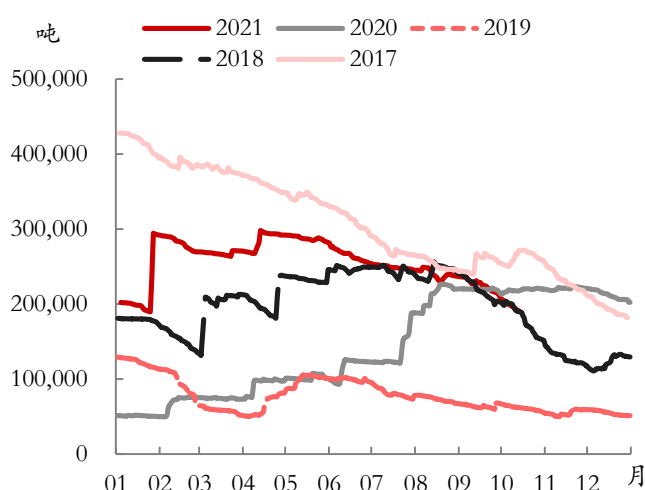
除欧洲之外，近期印度电厂煤炭库存天数持续降低，截至上周五，平均煤炭库存天数仅约 2.7 日，而该国 2020 年精炼锌产量 71.6 万吨，占全球总产量的 5%，后续或同样面临减产压力。印度国内精炼锌供应基本均来自 Vedanta 旗下的 HZL，建议投资者持续关注其生产情况。

图表 5：印度电厂煤炭库存天数（10 月 15 日）



资料来源：NPP，东证衍生品研究院

图表 6：LME 锌锭库存



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

综合而言，此轮锌价上行主因海外炼厂减产驱动，欧洲当前已有近 150 万吨的产能因高电价而降负荷生产，此外，因电厂煤炭库存不足，印度的 70 余万吨产能后续或也面临减产压力。国内方面，能耗双控、冬奥会限产叠加枯水季来临，年内供应端也将持续面临扰动。因此，在国内外供应端风险难以解除的情况下，锌价预计仍是易涨难跌，重心逐步上移。策略角度，短期内价格上行过快，回调风险也在逐步累积，同时下游消费对高价格的负反馈及抛储也会在盘面有所反应，短期不建议追高；中期而言，在海外能源危机解除之前，锌价上行的主驱动仍在，可回调布局多单。

#### 4、风险提示

消费失速下行，国储抛储量大幅增加。

图表：期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

## 分析师承诺

曹洋 陈祎莹

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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。本人不曾因，不因，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)