

热点报告—锌

海外锌矿企业季度运营分析：

矿紧预期落地，减产空间无多

走势评级：

锌：看涨

报告日期：

2024 年 5 月 23 日

★事件分析

1Q24 海外锌精矿产量同比负增，样本矿企 1Q24 锌精矿产量共计 109.6.9 万金属吨，环比减少 10.9 万金属吨，同比微增 1.1 万金属吨，矿紧预期落地。秘鲁 1Q24 锌精矿产量 31.5 万金属吨，环比负增 7.6 万金属吨，同比微增 1.4 万金属吨，与样本趋势一致。产量负增的原因主要包括：1) 品位和回收率下降；2) 设备和技术问题；3) 部分项目维持停产；4) 其他内外部因素。

矿企一季度披露的产量指引与去年年报的产量指引基本一致，后续需要关注的变量包括：1) 新增项目的投爬产情况；2) 矿山的复产预期；3) 增产的可持续性。

去年下半年起，受利润影响的矿山应停尽停，一季度的低产量也基本证实矿端边际走弱的空间不大。目前矿端利润大幅修复，厄尔尼诺现象逐渐淡去，澳洲和秘鲁等地的天气转好，未来矿端发生扰动的概率有所下降，另有部分项目爬产复产。在利润支撑与外部扰动减少的预期下，本轮锌矿产能的缩减或已接近尾声。

★投资建议

虽然近期宏观情绪稍弱，但长周期来看，当前宏观氛围仍处于偏暖阶段，叠加供应端的故事并未完结，本轮回调不宜看的过深。基本面上，TC 进一步下调，矿紧程度可见一斑；弱需求一直是矿紧难以传导到锭紧的痛点，但实物开工已经边际走强，叠加专项债发行提速、发行额度增加，需求端后续将有望改善。

单边角度，由于基本面改善预期见长，且矿紧难以在短期内改善，我们依然维持逢低买入的观点；套利角度，低估值下市场对内外反套关注度较高，但我们认为实现该策略的一个前提是国内需求真正回暖，由于目前去库动能不强，而海外需求复苏预期具在，比价难以打开，因此反套策略的实现或还需要一定时间。

★风险提示

矿端复产超预期，国内消费不及预期。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

孙伟东 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0024605

Tel: 63325888-3904

Email: weidong.sun@orientfutures.com

联系人：

魏林峻 有色金属分析师

从业资格号：F03111542

Email: linjun.wei@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、事件概述

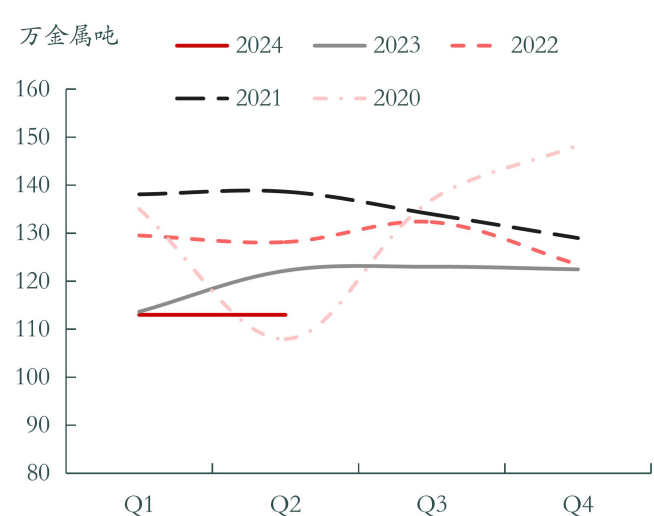
一季度海外矿端扰动频现，秘鲁地区遭遇严重自然灾害，矿紧预期在市场中持续发酵。本轮锌价上涨过程中，矿紧预期也成为了锌基本面上的关键支撑。近期，海外主要锌矿生产商的一季报基本已经披露完毕，秘鲁能矿部的矿业统计公报也已更新至 2024 年 3 月。一季度海外矿端产出情况究竟如何，又有多少超预期变量发生，对于来到关键平台期的锌价来说，我们认为需要对海外矿山的产出情况有更加清晰的认识。

2、事件分析

数据显示，2024 年一季度海外样本锌精矿产量约 109.6 万金属吨，较 2023 年四季度产出减少 10.9 万金属吨，环比下降 9.1%，较 2023 年一季度增加 1.1 万金属吨，同比增加 1%（注：本文样本产量约占海外锌矿产量的 60%，后续我们还将继续扩大样本规模）。从全球第一大锌精矿出口国秘鲁的产量来看，1Q24 秘鲁锌精矿产量为 31.5 万金属吨，环比去年四季度下降 19.5%，同比 1Q23 增加 4.5%，产量趋势与统计结果相近。

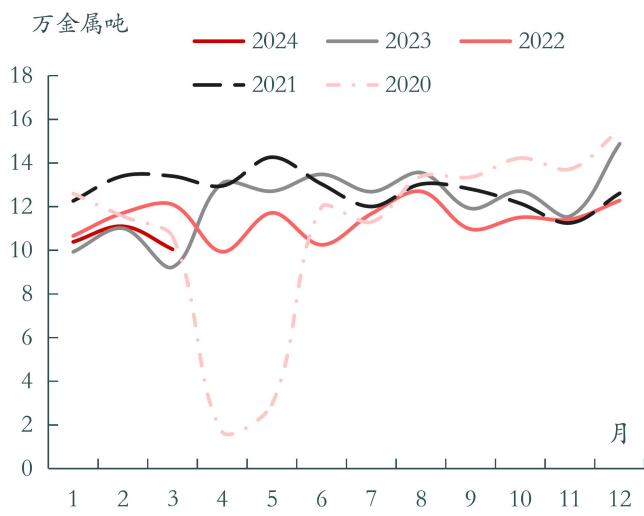
从绝对量来看，1Q24 的产量是过去五年同期的低点，矿紧预期实际落地。细分来看，样本矿企按增量从大到小排序，靠前的有 MMG、Teck、NEXA 和 Group Mexico，前四名同比增量均超过 1 万吨；减量排名靠前的依次为 Vedanta、BOLIDEN、BHP、Southern Copper 和 Lundin Mining，其中 Vedanta 和 Boliden 同比分别减少 3.1 万和 2.2 万吨，是最大的减量来源，其余企业减量均在 1 万吨以内。

图表 1：海外主要矿企锌精矿产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 2：秘鲁锌精矿产量



资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

减量方面，一季度矿山产量降低的原因主要有以下几点：

- 1) **品位和回收率下降**：按矿山来看，作为一季度最大的产出减量，Antamina 和 Vedanta 的 Gamsberg 矿均出现产锌品位和回收率下降的问题。但也需注意，Antamina 分为多个矿区，因其矿石混合物的组成成分不同，各矿石品位会随开采进度而波动，同时该铜锌矿的扩建工程已经获批，运营寿命已经从 2028 年延长到 2036 年。此外，同样受品位和回收率影响的还有 Ludin Mining 的 Neves Corvo 和 Zinkgruvan，以及 Hudbay。
- 2) **设备和技术问题**：一季度期间，The Boliden Area 的一条生产线发生技术问题，导致停工 7 天；Zinkgruvan 早期有发生设备问题，导致高品位矿区延迟开采，但部分减量被较高的回收率所抵消。
- 3) **部分项目维持停产**：部分去年停产的项目一季度仍未复产，例如 Middle Tennessee、Almina-Minas 和 Myra Falls polymetallic mine 等。
- 4) **其他内外部因素**：①Neves-Corvo 2 月份发生员工意外事故后，实际停运仅有三天，随后矿石吞吐量转而回升，对其实际产量影响不大；②澳洲 McArthur River 锌矿由于飓风暴雨停产，目前已经过去两月，但并无复产消息落地。③Southern Copper 的 Buenavista Zinc 选矿厂顺利产出首批矿石，但一季度锌精矿产量有所下降，公司在电话会议中对后续出矿态度较为乐观，预计二季度开始锌精矿产量将出现回升。

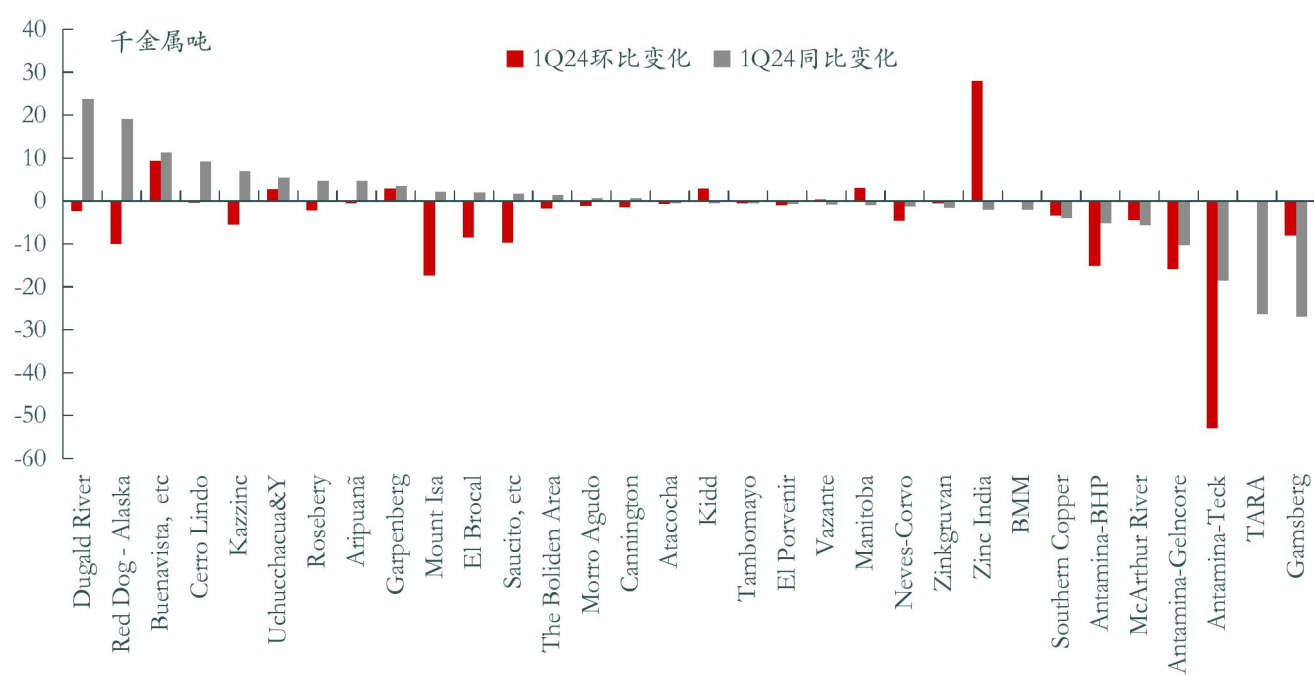
图表 3：海外头部矿企 2024 年一季度锌矿产量变化情况

单位：千金属吨	1Q23	4Q23	1Q24	环比变化	环比变化	同比变化	同比增速
Vedanta	363.0	312.0	332.0	20.0	6.4%	-31.0	-8.5%
Glencore	205.3	246.4	205.6	-40.8	-16.6%	0.3	0.1%
Teck	145.0	181.8	159.8	-22.0	-12.1%	14.8	10.2%
NEXA	74.8	90.2	87.2	-3.0	-3.3%	12.4	16.6%
Peñoles	65.3	76.7	67.0	-9.7	-12.6%	1.7	2.6%
MMG	30.7	63.8	59.2	-4.5	-7.1%	28.6	93.3%
Lundin Mining	48.6	50.7	45.7	-5.0	-9.9%	-2.9	-5.9%
BOLIDEN	61.2	38.6	39.7	1.1	2.9%	-21.5	-35.1%
Group Mexico	15.1	16.9	26.4	9.4	55.7%	11.3	74.9%
Southern Copper	27.1	26.5	23.1	-3.4	-12.7%	-4.0	-14.9%
BHP	23.6	33.5	18.4	-15.1	-45.0%	-5.2	-22.0%
New Century	2(收购期)	32.0	20.0	-12.0	-37.5%	/	/
South 32	14.0	15.8	14.3	-1.5	-9.5%	0.3	2.1%
Buenaventura	1.6	14.7	8.8	-5.9	-40.2%	7.3	467.9%
HudBay	9.8	5.7	8.8	3.1	53.1%	-1.0	-10.6%
总计	1085.1	1205.3	1096.1	-109.3	-9.1%	11.0	1.0%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

增量方面，一季度海外矿端最大的增量来自 Dugald River，去年同期该矿发生意外事故后停运了 34 天，而 MMG 旗下的另一个锌矿，Rosebery 的产量则受森林大火和劳动力短缺的影响，MMG 今年一季度的增产主要是由于去年的低基数。另一个主要增量是 Teck 旗下的 Red Dog，此前由于品位下滑，该矿产量有所下降，今年一季度 Red Dog 的磨粉机在线时间和磨粉率均有提升，因而其产量超预期。新增项目方面，一季度 Buenavista Zinc, Uchucchacua 和 Yumpag 启动投产，产能释放顺利；此外，Nexa 旗下的 Cerro Lindo、Glencore 旗下的 Kazzinc 和 Mount Isa 产量均有增加。总结而言，诚然一季度海外矿山扰动偏多，但也有一些新矿山投放产能，增减相抵后，锌精矿产量环比大幅下降，同比基本持平，矿紧预期被证实。

图 4：海外头部矿企矿山 1Q24 产量变化情况



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

后续海外矿端是否还有边际趋弱的可能？从去年下半年起，低迷的锌价基本使得海外受利润影响的矿山应停尽停，一季度的低产量也基本证实了矿端继续边际走弱的空间不大。而在锌价上涨后，矿端利润大幅修复，厄尔尼诺现象也预计在年中淡去，且澳洲和秘鲁等地的天气季节性转好，未来矿端发生扰动的概率有所下降。此外，另有部分项目会在二季度爬产，一季度受操作问题和天气因素影响的矿山也有复产预期。因此，在利润支撑与外部扰动减少的预期下，本轮锌矿产能的缩减或已接近尾声。

往后看，一季度各企业披露的产量指引和去年年报无异，主要增量集中在 Dugald River 和 Aripuanã 等矿，最大的减量来自于 Antamina，与此前预期差距不大，但鉴于矿端偏紧的现状，我们略微下调了锌精矿的全年供应。后续矿端需关注的变量主要有：

1) **新增项目的投产**：Bucnavista 项目已经出矿，二季度锌精矿产量有望提升；Kipushi 建设进度较快，选厂预计在 2Q24 提前投产，但出矿或还需等待一段时间；Aripuanã 二季度的工厂利用率有望继续提升，预计其出矿还将进一步增加。

2) **矿山的复产预期**：Tara 矿计划于 3Q24 启动复产，4Q24 实际投产，由于此前成本较高，复产主要是通过达成降本增效的新协议来实现的，预计其 24 年内出矿依然较少。McArthur River 锌矿的复产预期较强，一是由于澳洲北部的天气早在 4 月初就已恢复，二是目前锌价上涨后矿端利润充足。New Century 在一季度同样受到澳洲恶劣天气的影响而停产，目前维修工作已经完成，公司对今年后续时间内锌矿产出态度相对乐观。此外，Polymetals 旗下的 Endeavor 锌矿预计会在今年下半年复产。

3) **增产的可持续性**：Dugald River 一季度产量大增的原因是去年基数较低，二季度出矿已有修复；Red Dog 一季度产量确实超预期，但二季度研磨机效率是否能维持还需继续观察。

图表 5：部分海外头部矿企 1Q24 更新的全年产量预估（单位：千金属吨）

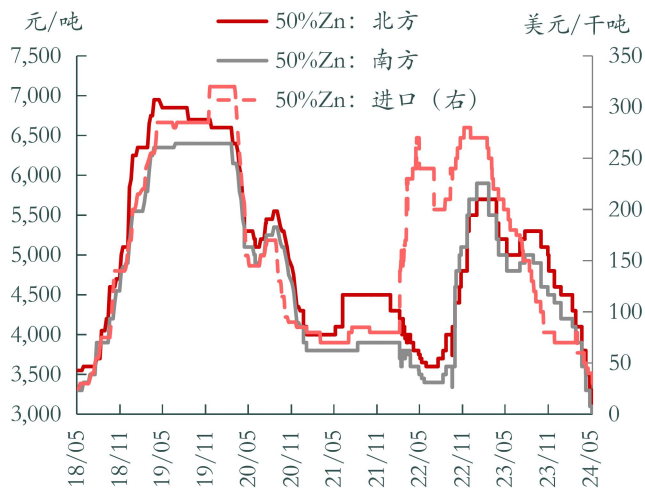
项目	2022	2023	1Q24 更新产量指引	同比变化 F	同比增速 F
Nexa	296.4	333	323-381	-10~+50	5.7%
Cerro Lindo	84.4	78	73-86	-5~+8	1.9%
El Porvenir	51.5	56	51-57	-5~+1	-5.4%
Atacocha	9.5	8.2	8-9	-0.2~+1	22.0%
Vazante	131.5	146	130-148	-16~+2	-5.8%
Morro Agudo	18.6	23	18-23	-5~0	-13.0%
Aripuanã	0.7	22	42-57	+20~35	-2.3%
Ludín Mining	158.9	185.2	195-215	+10~+30	10.7%
Neves-Corvo	82.4	108.8	120-130	+11~+21	14.9%
Zinkgruvan	76.5	76.3	75-85	-1~+9	4.8%
Teck	650.5	644	565-630	-76~-14	-7.2%
Antamina	97.4	104.2	45-60	-60~-45	-49.6%
Red Dog	553.1	539.8	520-570	-20~+30	1.0%
MMG	224.6	203.5	225-250	+22~+47	16.7%
Dugald River	173.4	151.8	175-190	+25~+40	20.2%
Rosebery	51.2	51.6	50-60	-2~+8	6.6%
Gelincore	939	919	900-950	-19~+31	0.7%
BHP	122.9	125	85-105	-40~-20	-24.0%
Grupo Mexico	60	65.5	117.8	+50	79.8%
South32	62.2	57.8	62	+5	7.3%
Newmont Goldcorp	377	230	245	+15	6.5%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

3、投资建议

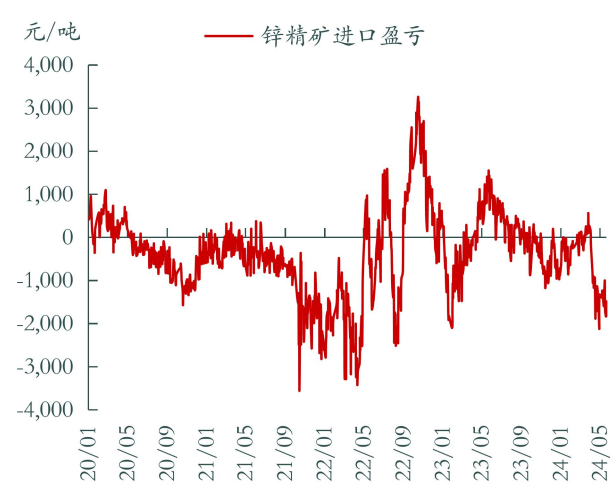
虽然近期宏观情绪稍弱，有色与贵金属板块集体回调，但长周期来看，当前宏观氛围仍处于偏暖阶段，此外供应端的故事并未讲完，本轮回调不宜看的过深。基本上，目前国内和进口 TC 分别来到 3000 元/吨和 30 美元/吨左右的历史低位，且近日国内 TC 已经出现 2800 元/吨的史低报价，矿紧程度可见一斑，原料库存持续去化，冶炼亏损愈演愈烈，锌价底部支撑仍存。

图表 6：国产和进口加工费



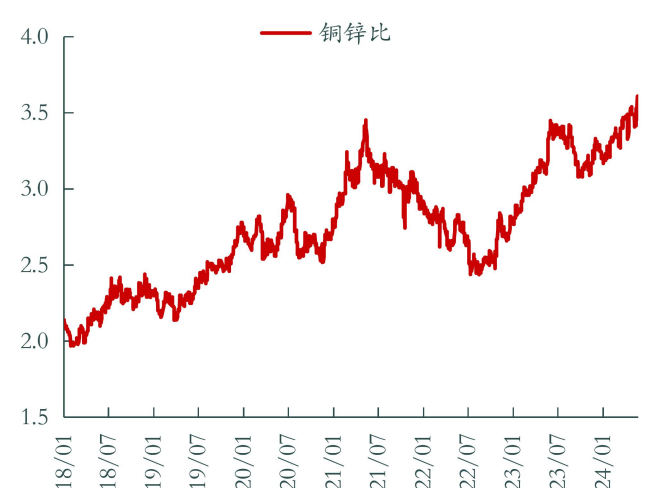
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 7：锌精矿进口盈亏



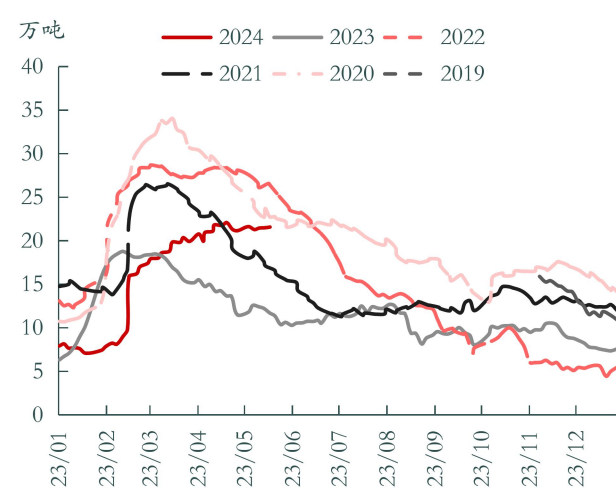
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 8：铜锌比（沪铜主力/沪锌主力）



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：七地锌锭季节性社库



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

弱需求是矿紧难以传导到锭紧的痛点，但后续将有望改善。虽然矿端偏紧，但市场交投氛围一直较差，尤其在锌价上涨后，现货成交多为刚需，弱需求下锌锭社库也在逆季节性累积，因而矿紧难以实质性传导到锭紧；海外来看，LME 库存高位下降，去库压力同样较小。往后看，虽然目前需求现状难言较强，但实物开工已经形成边际走强趋势，叠加专项债发行提速，5-6 月计划发行额度增加，需求侧仍有一些边际增量。

交易层面，单边角度，由于基本面改善预期见长，且矿紧很难在短期内改善，我们依然维持逢低买入的观点；套利角度，低估值下市场对内外反套关注度较高，但我们认为实现该策略的一个前提是国内需求真正回暖，由于目前去库动能不强，而海外需求复苏预期具在，比价难以打开，因此反套策略的实现或还需要一定时间。

5、风险提示

矿端复产超预期，国内消费不及预期。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，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。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

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。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

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

Email：research@orientfutures.com