

嘉能可再减产，锌价后市如何演绎



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

锌: 震荡

报告日期:

2024 年 3 月 21 日

★事件概述

嘉能可表示，受周一登陆的飓风带来的暴雨影响，该公司暂时停止了位于澳大利亚的 McArthur River 锌矿和铅矿的生产。该公司称继续监测洪水，并评估对作业的影响。消息公布后，午盘后沪锌主力收涨约 1.6%，报 21525 元/吨，突破五个交易日高点。

★事件分析

McArthur River 矿去年全年生产锌精矿 26.22 万吨，嘉能可 2024 年的锌矿产量指引在 90-95 万吨左右，该矿在其中占比约 28.3%，该矿长期减产会对嘉能可的当年产量兑现产生较大影响。

后续矿山运行的风险敞口将从暴雨转移至洪涝灾害，但从目前公布的预测数据，同时考虑到矿山可能收到洪涝侵袭，后续还需要冒雨修复道路和积水，推测矿山的恢复至少需要等到 4 月上旬，按日期估算的全年锌矿产量影响大约为减少 1.5 万吨。

★后市展望

供应端，矿紧锭松的格局短期内难以改善，TC 下行后部分炼厂总体利润已经开始倒挂，倒逼冶炼减产只是时间问题。下游需求表现不佳，3 月镀锌板块开工率处于历史低位，且镀锌板价格在黑色系带动下有所下降。海内外仍在累库，LME 库存增加主要来自新加坡连续交仓，而国内库存继续上升，沪伦比修复下已有部分海外锭流入，后续将会持续考验旺季需求侧的承接力度。

★投资建议

短期看来，锌价在 21000 点左右存在弱支撑，在供应扰动与宏观利好共振下，锌价或许还有一定上行惯性，但市场在不断将供应端扰动和宏观利好计价的同时，未显著改善的需求依然会限制锌价的上行空间。策略角度，前期逢低布局的多单可以继续持有，但当前点位不宜追多，风险偏好较高的投资者可以关注短期的逢高沽空机会。但长期矿紧锭松的大逻辑未变，供应侧扰动将有望持续，等待锌价回调后逢低布局多单或许更加稳健。

★风险提示

供应端减产不及预期，需求侧恢复超预期，宏观因素影响。

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 有色金属助理分析师

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

3月21日，嘉能可表示，受周一登陆的飓风带来的暴雨影响，该公司暂时停止了位于澳大利亚的McArthur River 锌矿和铅矿的生产。该公司称继续监测洪水，并评估对作业的影响。本周，该地区出现了前所未有的降雨，超过了大约50年前的1974年的记录。消息公布后，午盘后沪锌主力收涨约1.6%，报21525元/吨，突破五个交易日高点。

2、事件分析

今日锌价扭转偏弱走势，转而形成强有力的上攻，主要是由于宏观利好和供应侧进一步收紧的共振。宏观方面，昨夜美联储召开3月利率会议，将继续维持限制性利率水平，但美联储主席鲍威尔表态较为鸽派，显著提振市场信心。6月份的降息概率已提升至74.9%，美元指数应声走弱，对有色板块形成利好。锌价开盘拉涨，随后震荡走高。

盘中传来嘉能可暂停澳洲锌矿消息，市场情绪得到进一步提振，午后锌价一路上行，最终收涨1.6%，距今年以来的高点不过130点。2016年以嘉能可为代表的锌生产商进行了大规模的减产，使得后续2018-2018年锌价走出了牛市行情，因此今日锌价上行或许也包含了一部分情绪上的因素。McArthur River (MAR) 锌铅矿是嘉能可旗下最大的矿产之一，2023年全年生产锌精矿26.22万吨，占去年海外锌矿总产量的3.2%左右，该矿另生产铅精矿5.04万吨。嘉能可2024年的锌矿产量指引在90-95万吨左右，该矿在其中占比约28.3%，该矿长期减停产会对嘉能可的当年产量兑现产生较大影响。

图表1：头部锌矿企业2023年产量指引兑现情况及2024年产量指引（单位：千吨）

公司	项目	2022	2023	23年同比增速	2023指引	2024F	同比变化F	同比增速F
Nexa	总计	296.4	333	12.3%	299-334	323-381	-10~+50	5.7%
	Cerro Lindo	84.4	78	-7.6%	69-79	73-86	-5~+8	1.9%
	El Porvenir	51.5	56	8.7%	51-55	51-57	-5~+1	-5.4%
	Atacocha	9.5	8.2	-13.7%	9-11	8-9	-0.2~+1	22.0%
	Vazante	131.5	146	11.0%	131-144	130-148	-16~+2	-5.8%
	Morro Agudo	18.6	23	23.7%	17-23	18-23	-5~0	-13.0%
	Aripuanã	0.7	22	3042.9%	20-23	42-57	-20~35	-2.3%
Ludion Mining	总计	158.9	185.2	16.6%	180-195	195-215	+10~+30	10.7%
	Neves-Corvo	82.4	108.8	32.0%	100-110	120-130	+11~+21	14.9%
	Zinkgruvan	76.5	76.3	-0.3%	80-85	75-85	-1~+9	4.8%
Teck	总计	650.5	644	-1.0%	645-685	565-630	-76~-14	-7.2%
	Antamina	97.4	104.2	7.0%	100-110	45-60	-60~-45	-49.6%
	Red Dog	553.1	539.8	-2.4%	545-575	520-570	-20~+30	1.0%
MMG	总计	224.6	203.5	-9.4%	225-250	225-250	-22~+47	16.7%
	Dugald River	173.4	151.8	-12.5%	170-185	175-190	+25~+40	20.2%
	Rosebery	51.2	51.6	0.8%	55-65	50-60	-2~+8	6.6%
Gelncore	总计	939	919	-2.1%	920-980	900-950	-19~+31	0.7%
BHP	总计	122.9	125	1.7%	120-140	85-105	-40~-20	-24.0%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

截至完稿，嘉能可暂未公布重启矿山的时间，但当地的降水情况不容乐观，3月18至19日，当地降水超过了1974年的峰值，达到了惊人的27.4厘米。根据澳洲气象局的预测数据，暴雨云团将持续向西南方向移动，直到3月28日，当地的降水概率依旧超过了70%，但降水量预计从22日起就会显著回落至3-25mm，后续出现持续性暴雨的可能性较小。然而在暴雨过后，周三气象局发出洪水预警，McArthur河沿岸可能发生大洪水，洪峰可能会在周三晚上对河矿造成冲击，洪峰可能超过2001年的15米峰值，最高可能达到18米，着可能会对河矿造成冲击，并加大其后续恢复的难度。

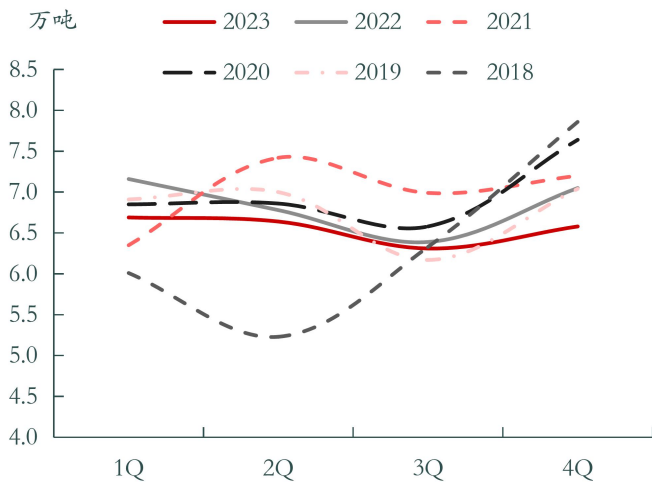
后续矿山运行的风险敞口将从暴雨转移至洪涝灾害，但从目前公布的预测数据，同时考虑到矿山可能收到洪涝侵袭，后续还可能需冒雨修复道路和积水，推测矿山的恢复至少需要等到4月上旬，按日期估算的全年锌矿产量影响大约为至少减产1.5万吨，同时考虑到该矿需要长距离运输至港口，该矿减产可能会对全年的锌矿供应产生一定影响。

图表 2：全球 2024 年冶炼端产能变化梳理

矿山名称	国家	公司	状态	2024 年预计增量
Ozernoye	俄罗斯	Ozernaya Mining	4Q23 发生火灾，计划延期重启于 3Q24	15→10
Kipushi	刚果	Gecamines	3Q24 扩建，年中达产	6
Penasquito	墨西哥	Newmont	罢工后重启	5
Buenavista Zinc. Sonora	墨西哥	Southern Copper /Grupo Mexico	1Q24 一期计划投产 10 万吨	5
Endeavor	澳大利亚	Polymetals Resources	2H24 重启生产	4
Gamsberg	南非	Vedanta	扩建后二期爬产	4
Vares	波黑	Adriatic Metals	4Q23 新建投产	3
Zhaimen	哈萨克斯坦	Glencore	投产项目爬产	2
Juancipio	墨西哥	Fresnillo plc	新建投产	2
Dugald River	澳大利亚	MMG	事故后重启	1.5
Neves Corvo	葡萄牙	Lundin Mining	计划 24 年满产	1.5
Aripuana	巴西	Nexa	计划于 1Q24 满产	1
Red Dog	秘鲁	Glencore/Teck/BHP	产量指引	-2
Antamina	美国	Teck	产量指引	-6
Budel	欧洲	Nystar	减产+灵活运行	-2
McArthur River	澳大利亚	Glencore	暂时停产	-1.5
总计				33.5

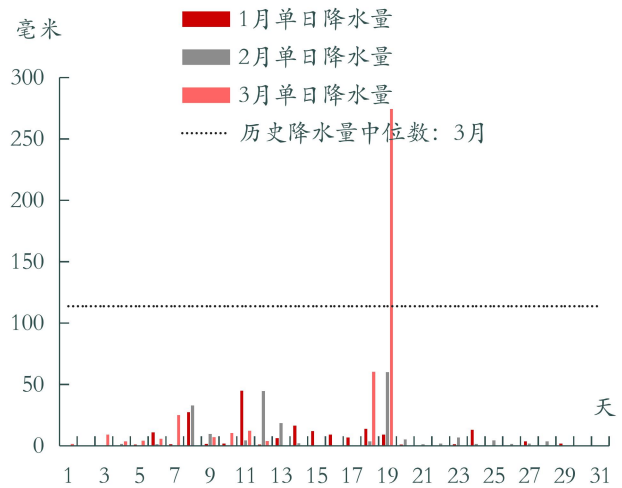
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院（注：不完全统计）

图表 3: McArthur River 锌矿季节性产量



资料来源：公司年报，东证衍生品研究院

图表 4: 1-3 月 McArthur River 降水量及历史中位数

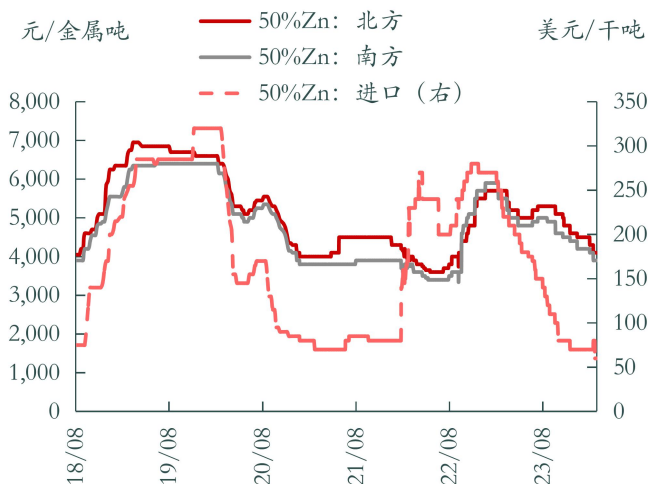


资料来源：澳洲气象局，东证衍生品研究院

3、后市展望

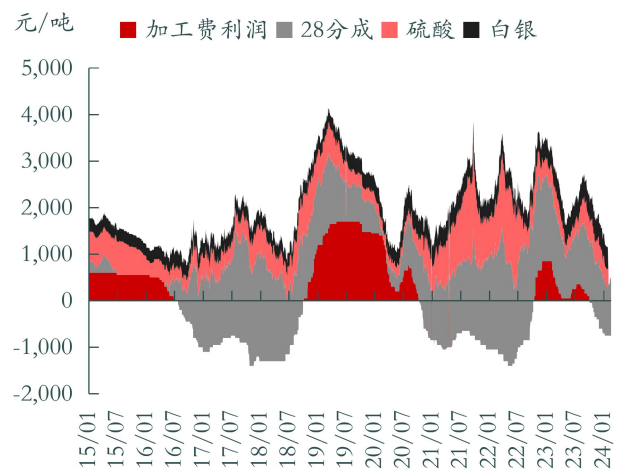
今年年初以来，海外矿端和冶炼端的扰动持续发生，1 月 Nystar 对荷兰的 Budel 冶炼厂进行保养维护，2 月 OZ 矿称将延期重启时间；昨日嘉能可支持的秘鲁锌矿商 Volcan 因许可证原因也暂停了三座矿山的运行，最长期限可达 30 天，2023 年这三座矿山锌精矿的产量总计达 104 万吨。海外供应侧的持续扰动进一步加剧了今年矿紧锭松的格局。但当前海内外基本面依旧偏弱，现实与预期之间的节奏差依然存在。

图表 5: 国内与进口锌精矿加工费



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 6: 考虑副产品的冶炼厂综合收益



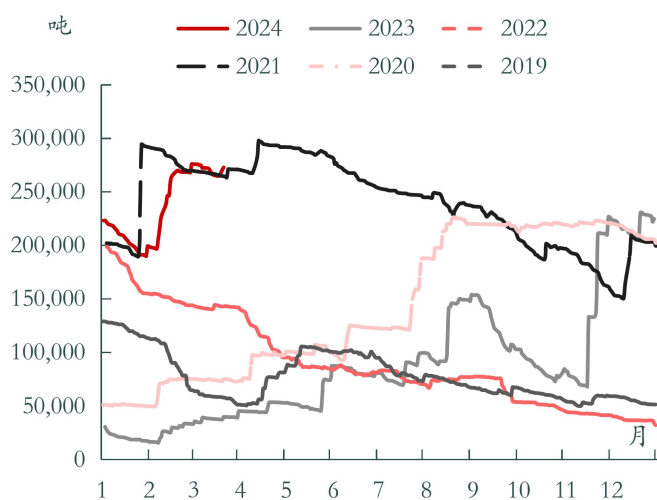
资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

供应端，矿紧锭松的格局短期内难以改善，在海外锌矿持续扰动的前提下，TC 再度下行，对锌价形成较强支撑。冶炼端，冶炼厂利润略微转好后又再度下降，目前处于-446 元/吨的低位，部分炼厂总体利润已经开始倒挂，倒逼冶炼减产只是时间问题。未来冶炼厂检修可能增加，锌锭产量或将有所下滑。

下游来看，3 月镀锌板块开工不及预期，开工率处于历史低位，且镀锌板价格在黑色系带动下有所下降。氧化锌和锌合金板块开工较好，下游板块强弱分化明显。从现货端来看，锌价上涨后下游承接力度较弱，贸易商虽有挺价情绪，但下游企业在锌价上涨后观望情绪浓厚。据 SMM 调研了解，铁塔企业原料库存在 3 天左右刚需为主，下游囤货意愿偏弱，现货端整体偏弱运行。

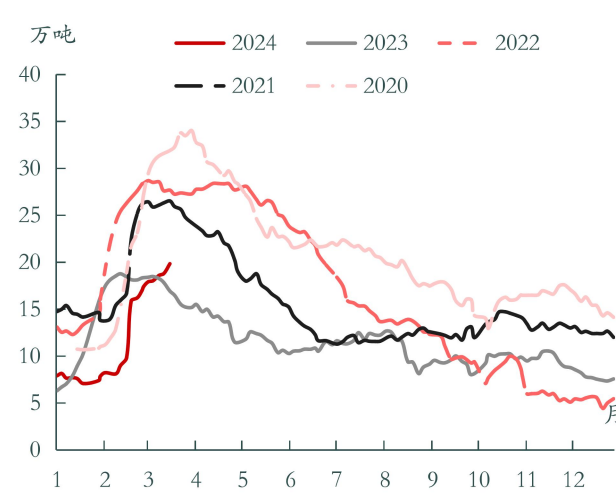
库存角度，从绝对数值上来看，海内外仍处于累库进程，但 LME 库存主要来自新加坡连续交仓，实际上已经步入季节性去库。而国内库存继续上升，且沪伦比修复下已有部分锌锭从海外流入，后续将会持续考验旺季需求侧的承接力度。

图表 7: LME 库存季节性变化



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 8: 国内七地库存季节性变化



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

4、投资建议

当前锌价的关键依然在于强预期与弱现实的矛盾。短期看来，锌价在 21000 点左右存在弱支撑，在供应扰动与宏观利好共振下，锌价或许还有一定上行惯性，但市场在不断将供应端扰动和宏观利好计价的同时，未显著改善的需求依然会限制锌价的上行空间。策略角度，前期逢低布局的多单可以继续持有，但当前点位已经接近今年高点，不宜追多，风险偏好较高的投资者可以关注短期的逢高沽空机会。但长期来看，矿紧锭松的大逻辑未变，供应侧扰动将有望持续，等待锌价回调后逢低布局多单或许更加稳健。

5、风险提示

供应端减停产不及预期，需求侧恢复超预期，宏观因素影响。

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