

热点报告—锌

超预期复产落地，静候需求端转好

走势评级： 锌：看涨
报告日期： 2024 年 5 月 7 日

★事件概述

供应端的利润修复终究使得复产预期落地，近日 Boliden 公告，Tara 矿计划于 3Q24 启动复产，Nystar 旗下 Budel 冶炼厂计划于 5 月 13 日复产，供应变化增多，多空博弈加剧，锌价高位震荡。

★近期矿冶复产事件分析

Tara 矿计划于 3Q24 启动复产，4Q24 实际投产。Tara 矿超预期复产的原因在于工会和管理层达成了降本增效的新协议，使 Tara 矿的现金成本回到 100 美分/磅，换算成本线约为 2200 美元/吨。Tara 矿复产后目标是年产出约 9 万吨锌精矿，预计 24 年内矿石产出较少，矿紧格局并未宽松。

Budel 冶炼厂计划于 5 月 13 日启动复产。本次停产时长共计 4 个月，总计影响产量约 8 万吨。Budel 复产情况仍在审查，存在较大不确定性：1) 随着宏观情绪波动，锌价存在回调压力；2) 进口 TC 持续下行，炼厂利润较低；3) 荷兰政府对成本的临时减免有被收回可能；4) 荷兰电价有所回升，可能会给予炼厂开工压力。Budel 复产加剧了当下矿冶紧张的局面，中期来看利多锌价。

★后市展望

一季度海外矿山增减互现，样本矿山总产量同比减少 1.9 万吨，矿紧预期基本被验证。炼厂亏损持续扩大，利润下行速度加快。抢矿愈演愈烈，叠加副产品生产利润支撑，TC 方向依然向下，Budel 复产后进口 TC 下行或加速。社库拐点存在争议，但更重要的是终端需求的边际好转预期。节后家电以旧换新、电力侧潜在增量、专项债落地加速等诸多预期等待落地，有望刺激下游补库需求，静候后续需求侧提振。

★投资建议

近期下游需求改善或相对有限，短期内锌价或维持高位震荡；中期冶炼减产预期尚未落地，同时静候需求端带来提振。单边角度，中期依然推荐逢低布局多单；套利角度，建议观望。

★风险提示

需求不及预期，宏观因素影响。



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

锌价持续走高后，供应端的利润修复终究使得复产预期落地，近日 Boliden 公告，Tara 矿计划于 3Q24 启动复产，Nystar 旗下 Budel 冶炼厂计划于 5 月 13 日启动复产，供应变化增多，多空博弈加剧，锌价高位震荡。矿冶复产带来的影响几何？基本面运行到周期何处？锌价后市又该如何看待？

2、近期矿冶复产事件分析

Tara 矿计划于 3Q24 启动复产，4Q24 实际投产：5 月 3 日，Boliden 披露计划于今年第三季度重新重启 Tara 矿的生产。Boliden 表示，Tara 矿将从 2025 年 1 月起逐步提高产量，以达到满负荷生产。闭矿前 Tara 矿年产锌精矿约 10-12 万吨，是欧洲最大的锌矿，同时也是 Boliden 旗下最大的锌矿资产，其产出变化与 Boliden 锌精矿总产量趋同。

- 超预期复产的原因在于新协议降本增效。**过去两年 Tara 矿的现金成本显著上升，根据公司披露的现金成本和去年闭矿时锌价估算，今年 Tara 矿的复产成本线已经上升至 3000 美元/吨左右。Boliden 在锌价处于 2900 美元/吨时提出复产是超预期的。工会和管理层之间达成的新协议提出，优化采矿计划，旨在缩短运输距离并增加金属产量，其次通过裁员来降低成本，员工数量将从去年的 600 多人下降至 400 人左右，此外在二季度还会录得 3200 万美元的重组成本。
- Tara 矿的现金成本将同比降低约 43%。**Boliden 年报显示，2023 年 Tara 矿的现金成本为 143 美分/磅，而复产后的 Tara 矿正常现金成本将降低至 100 美分/磅左右，同比下降约 43%，回到 2022 年左右的水平。根据现金成本换算过来的成本线约在 2200 美元/吨，成本大幅降低，在当前锌价下也有充足的生产利润。成本下降除了重组原因外，还有能源价格的改善、今年长协 TC 的降低和生产效率的提升。

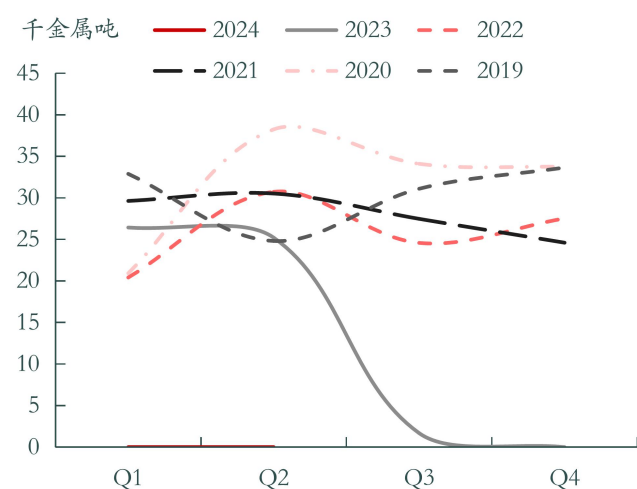
图表 1：Tara 矿基本信息

Tara 矿		2023	2022	2021	2020	2019
矿石总产量（千吨）		1093	2090	2149	2316	2461
矿石储量（千吨）		14000	15000	16100	18100	17400
现金成本（美分/磅）		143	106	87	93	86
矿石品味(%)	锌	5.2	5.2	5.5	5.8	5.2
	铅	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
精矿产量 (千金属吨)	锌	53	103	112	127	122
	铅	7	14	13	14	16
Capex (亿美元)	开发性	35	50	40	45	40
	维护性	120	50	20	18	48

资料来源：Boliden，东证衍生品研究院

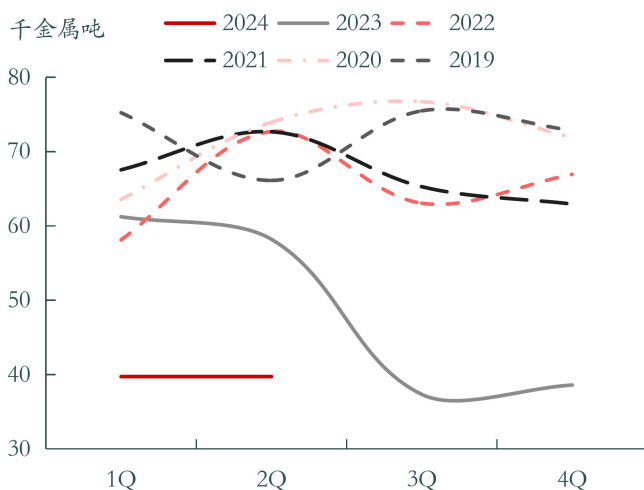
- 年内 Tara 难以贡献多少产量。**1 月 31 日曾有市场人士表示，Boliden 计划在今年重启 Tara 锌矿时缩减运营规模，并减少目标产量。根据最新公告，Tara 矿复产后目标是年产出 180 万吨矿石量，闭矿前略高于 20 万吨，Tara 的锌矿品味为 5.2%，铅矿品味为 1.0%，估算得到精矿产量约为 9 万吨左右，略低于此前产出的约 11 万吨。另外，员工将于三季度陆续返工并进行再培训，出矿仍需一段时间，因此预计年内矿石产出约为 0.5 万吨。

图表 2: Tara 矿锌精矿季节性产量



资料来源: Boliden, 东证衍生品研究院

图表 3: Boliden 旗下锌精矿总产量

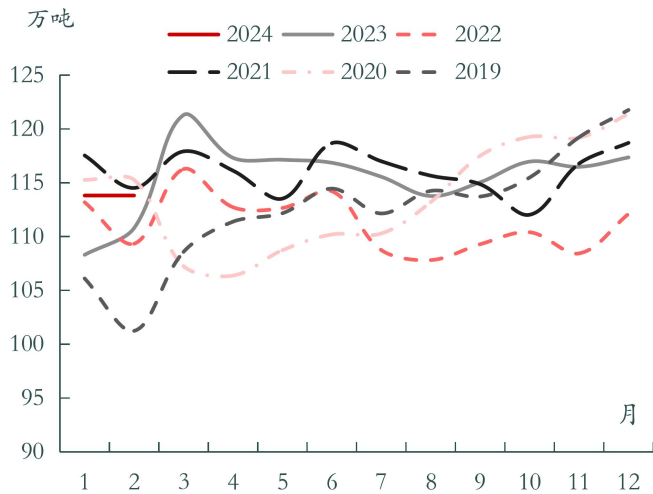


资料来源: Boliden, 东证衍生品研究院

Budel 冶炼厂计划于 5 月 13 日启动复产。该炼厂铭牌产能 31.5 万吨，但自 4Q21 以来，该炼厂一直处于灵活运营的状态。2021 年 10 月该厂首次减产 50%，2022 年 9 月第二次减产，而后于 11 月逐步复产。根据安泰科，2023 年 Budel 炼厂的产能利用率约在 80% 左右，本次停产时长共计约 4 个月，总计影响产量约为 8 万吨。

- 复产情况仍在审查，存在较大不确定性。**Nystar 称，复产是在市场改善以及荷兰政府的临时成本减免后发生的，但情况仍在不断审查中。公告显示出较大的不确定性，一是本轮锌价的上涨受基本面驱动相对较少，后续锌价随着宏观情绪波动存在回调压力；二是进口 TC 持续下行，此前传言的海外长协 TC 也处于历史绝对低位，开工利润较低；三是荷兰政府此前停止了对能源密集型行业的支持举措，临时减免后续有被收回的可能；四是荷兰的电价自从一季度的低点有所回升，近月基荷合约从 44 欧元/MWh 上升至 67 欧元/MWh，虽然目前为欧洲用电淡季，但风电出力处于季节性下行过程中，当前位置运行的电价可能会给予炼厂开工一定压力。
- 矿冶平衡转紧，中期利多锌价。**Tara 矿的复产至少要等到 4Q24，更大概率在 1Q25 落地，今年矿紧格局并未得到宽松；Budel 的复产一方面宽松锭端，伦锌在复产消息发布后应声回落，但另一方面加剧了当下矿冶紧张的局面，掣肘原料供应，冶炼利润或加速走低，中期来看利多锌价。

图表 4：全球精炼锌月度产量



资料来源：ILZSG

图表 5：中国精炼锌月度产量

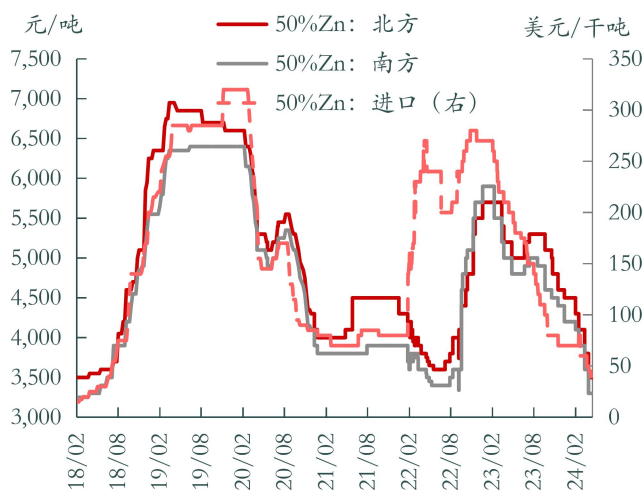


资料来源：SMM

3、后市展望

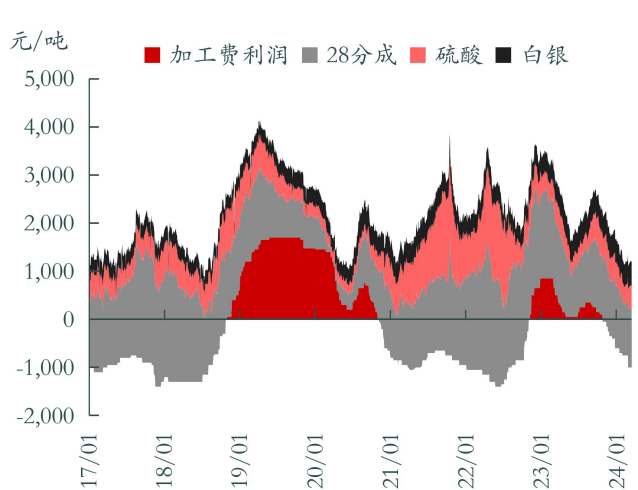
矿冶平衡方面，国内 TC 已经下行至 3400 元/吨左右，进口 TC 已经来到 40 美元/吨的历史低位，冶炼厂生产利润已经亏损-1700 元/吨，炼厂亏损的幅度持续扩大，且在假下行速度有所加快。综合利润来看，硫酸和白银在高位小幅回落，但整体支撑仍存。往后看，由于抢矿愈演愈烈，叠加副产品生产利润的支撑，TC 方向依然向下，尤其在 Budel 复产后，进口 TC 下行的速度或进一步加快。

图表 6：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 7：考虑副产品的冶炼厂综合收益

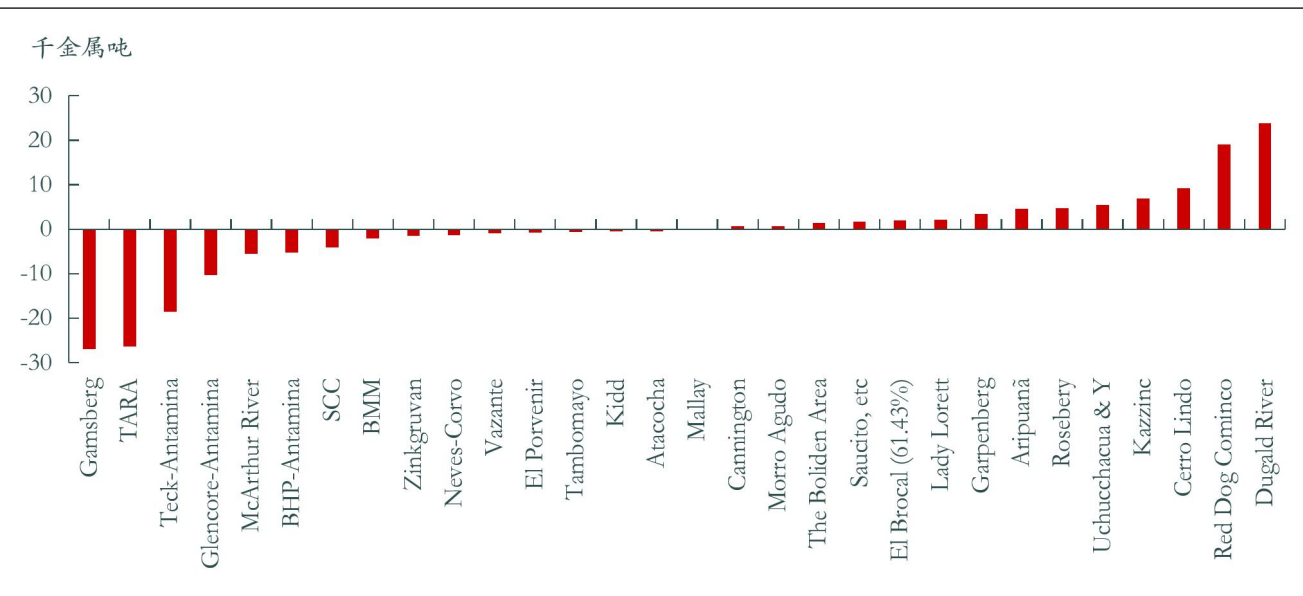


资料来源：SMM，Wind，东证衍生品研究院

海外矿紧预期基本被证实。目前海外头部矿企仍在持续披露一季度报告，截至5月5日统计情况，一季度海外矿山增减互现，样本总产量同比录减1.9万吨（YoY-2.4%），矿紧预期基本被验证。减量方面，Antamina 由于锌矿品味下降产量滑坡，McArthur River 由于飓风等外生扰动而短暂停产，Tara 矿自从去年年中由于亏损而停产，Gamsberg 产量下滑，主要是由于其锌矿品味下降。增量部分需关注 Teck 旗下的 Red Dog 锌矿，此前我们预期该矿由于品味下滑将继续减产，但一季度 Red Dog 矿同比去年录增，根据公司公告，Red Dog 的产量增加主要是由于磨粉机的吞吐量提高。

总体来看，一季度在海外矿端继续发生扰动的情况下，海外矿端仍做到了增减相抵，锌精矿产量并未大幅削减，同时目前预期减量最大的几个矿山均已披露产量，随着更多矿企公布产量报告，总产量上升的可能性会更大一些，后续我们还将持续跟踪海外一季度出矿情况。

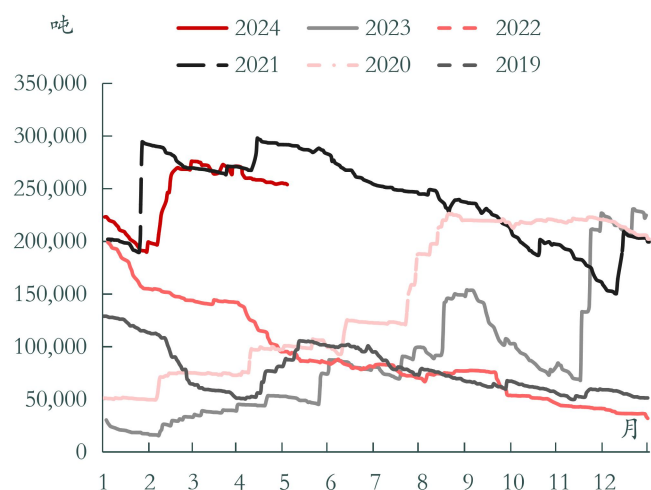
图表 8：1Q24 海外头部矿企矿山锌精矿产量同比变化



资料来源：各公司报告，东证衍生品研究院

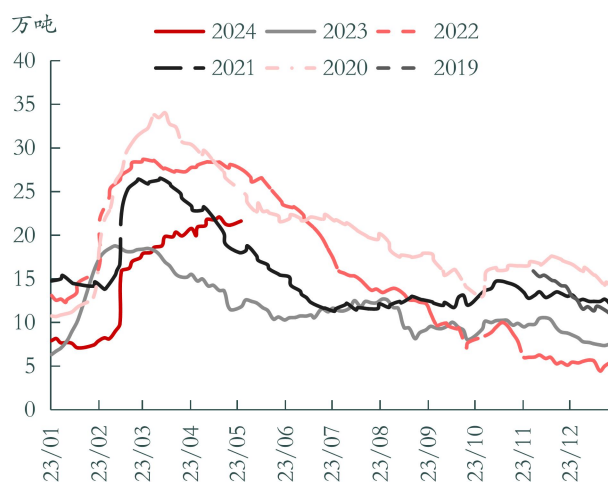
库存方面，LME 继续维持去库态势，而国内库存走势相对纠结，节后社库扭减为增，主要是由于节前备货较多，以及节后复工仍在进程中。**社库拐点存在争议，更重要的是终端需求的边际好转预期。**节后家电以旧换新和电力侧可能有增量需求，同时政治局会议提出要求加快发行超长期国债和专项债，5-6 月计划发行的专项债额度本就较多，后续专项债发行可能会加速，诸多利好预期有望在 5-6 月逐步落地，有望刺激下游补库需求。但也许注意的是，最新高频数据显示，5 月首周基建侧实物生产情况并未显著转好，水利和交运板块开工依然偏弱，需求侧转好或还需一定时间。

图表 9: LME 库存季节性变化



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 10: 国内七地库存季节性变化



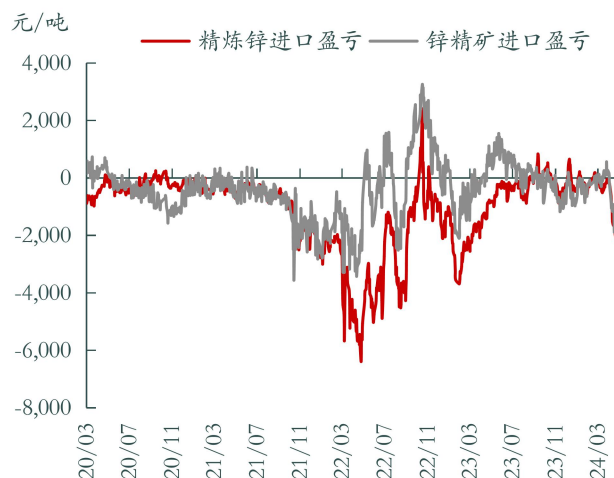
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 11: 锌价沪伦比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 精炼锌和锌精矿进口盈亏



资料来源: SMM, Wind, 东证衍生品研究院

4、投资建议

近期下游需求改善或相对有限,短期内锌价或维持高位运行;中期冶炼减产预期尚未落地,同时静候需求端带来提振。单边角度,宏观情绪仍存,紧供应难以改善,需求边际转好,中期依然推荐逢低布局多单;套利角度,建议观望。

5、风险提示

需求转好不及预期,宏观情绪走弱。

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