



金瑞期货  
JINRUI FUTURES

# 金瑞期货专题报告

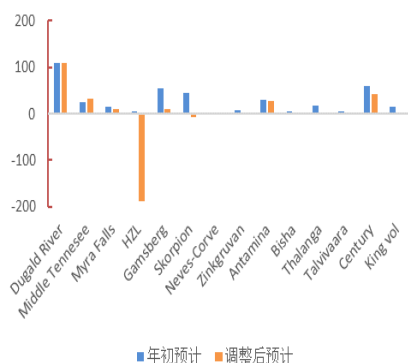
## —增量不及预期，锌精矿增量盘点

2018年10月29日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

### 项目增量的年初预期与现实的落差



### 核心观点：

- 高企的锌价令市场预期锌精矿供应会快速且大量的回归
- 基于年初时高企的价格，年初时各大结构预计境外将实现 40-60 万吨，境内实现 20-25 万吨的增量，全球实现 60-80 万吨增量
- 现实情况远低于年初预估，境内矿山受困于环保及行政原因等非利润性原因，项目推进缓慢，或出现因采矿权问题而项目搁置
- 境外矿山受制于项目品位问题而出现达产不理想，也令境外矿山增产远低于预期
- 通过对境内外项目细数，我们预计 2018 年境外矿产增量 28 万吨，境内矿产出现-10 万吨，2019 年境外矿山实现 47 万吨增量，国内在环保问题环节后能有 20 万吨增长。

### 金瑞期货研究所

研究员：曾童

电话：0755-83253946

邮箱 zengtong@jqh.com.cn

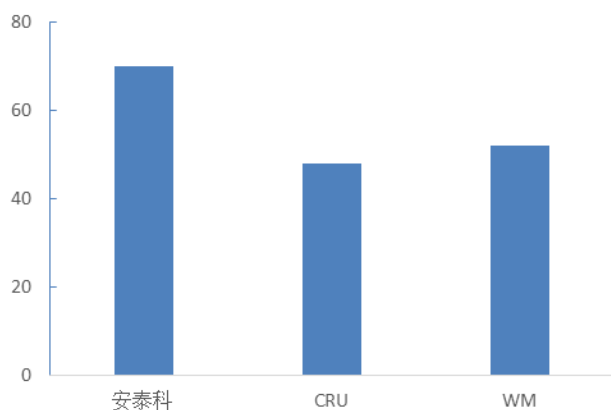
从业资格号：F3007268

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 一、年初的预期：供应快速且大量回归

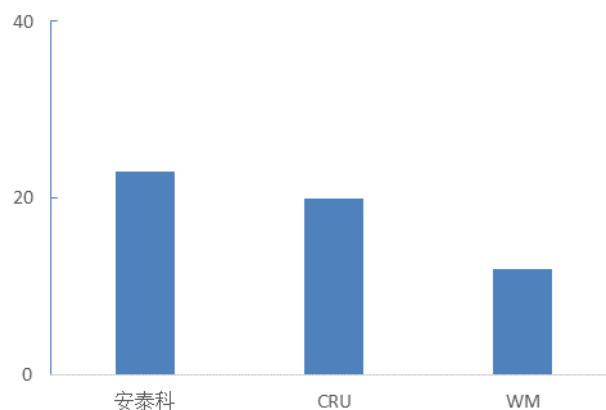
2017 年末-2018 年年初，由高企的锌价所带来的市场较为趋同的预期：2018 年，甚至未来两到三年，全球将迎来大量的锌精矿供应增量；尤其是年底时 MMG 的 Dugald River 提前达产，以及新世纪矿项目的展开，令市场预期矿的增量能够快速且大量的回归。

图 1：年初各大机构境外矿增量预估



资料来源：安泰科、CRU、WoodMackenzie、金瑞期货

图 2：年初各大机构境内矿增量预估



资料来源：安泰科、CRU、WoodMackenzie、金瑞期货

追溯年初时各大机构对于 2018 年全球锌精矿供应增量的预估大致为 60-80 万吨/年，值得一提的是，对于供应的预估(或者说对于平衡表的预估)是以当前价格为前提的预估，即当前价格能够刺激出的供应量。由于价格不断作用于供应，因而，基于价格的变化，需要不断重估供应(平衡)。

### 1.1 境外大矿项目

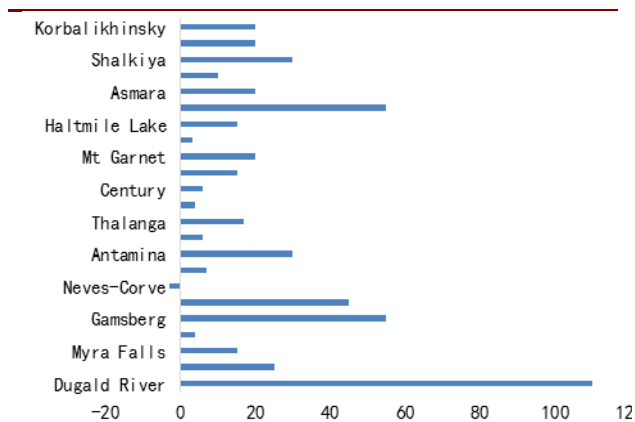
年初起市场颇为关注的几个大矿项目：MMG 的 Dugald River、Antamina、Nyrstar 以及 New Century 等。值得瞩目的是 MMG 的 Dugald River，此前预计 2018 年年中投产，但在 2017 年年底时却有所产出，因而投产速度加快半年。除此以外，嘉能可在 2017 年年底宣布重启 Lady Loretta 项目，市场预期其 2018 年实际复产量预估 9.2 万吨。基于此，市场年初时预估境外全年能够给出锌精矿增量约 40-60 万吨。

### 1.2 境内锌矿增量

国内的环保问题近几年一再干扰锌精矿增量的释放，年初时市场对于国内锌精矿实际达产的量级本就采取保守估计，结合安泰科等权威机构，市场当时预计国内能够实现 20-25 万吨的增量。

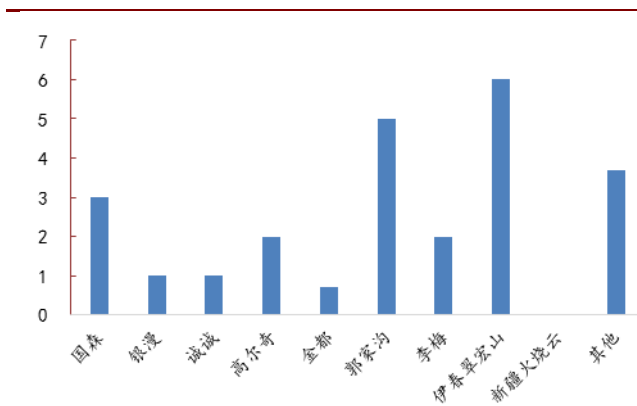
但是经过今年前三季度的时间验证，环保问题不出所料地继续干扰矿产出。虽然国内个别锌矿项目有所达产，但是因环保不断对已有矿山进行干扰，因而从全年产出上看，2018 年中国境内锌精矿反而有出现全年产量同比下降的可能。

图 3：2018 年初时预估境外的项目



资料来源：公司报告、ILZSG、CRU、金瑞期货

图 4：2017 年年末时预估国内项目预估

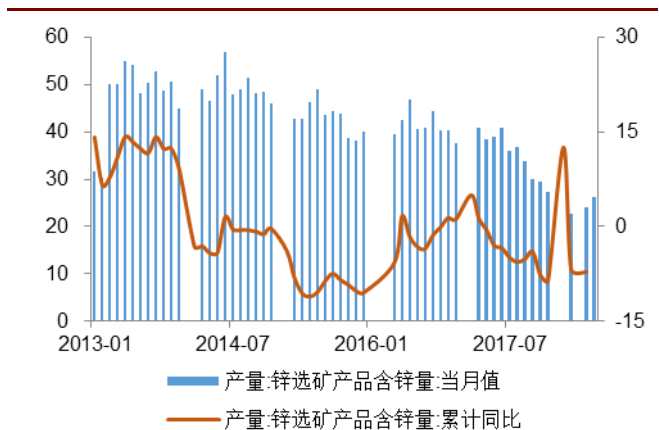


资料来源：安泰科、金瑞期货

## 二、2018 年锌矿供应的现实情况

2018 年已经过去三个季度，而伦锌价格也由最高点的 3595.5 美元跌落至 2650 美元一线，吐回 26% 的涨幅。通过对今年现货 TC 的走势的检测，发现锌精矿供应似乎相当宽裕，尤其是二季度以后，加工费上涨非常显著。

图 5：国内锌矿增长呈现负增速



资料来源：统计局、wind、金瑞期货

图 6：境外锌精矿增长良好



资料来源：CRU、金瑞期货

### 2.1 境内锌精矿难以实现增量

从全球角度看，境外锌精矿增长明显，但是国内锌精矿产量却出现了下降。制约国内矿山释放产量的主要原因依旧是环保；其中湖南花垣县已经连续数年被要求整改，今年更是不能幸免，其中除了太丰的部分选厂以外，其余全部拆除重建，这就令花垣地区短期内无法生产。

一方面是原有矿山因环保问题而生产搁置，另一方面原计划今年新投的项目达产进度也差强人意，此前备受瞩目的火烧云项目由于采矿权问题而一直被搁置。此外，翠宏山项目、高尔其项目在二季度以后达产，进度也是弱于预期。

## 2.2 境外锌精矿不及预期

通过对境外主要矿山半年报所公布的产量统计，除了 MMG、Nyrstar 等有重启或投产项目的公司产量同比增加，其他竟有不少公司矿产量出现同比下降。

图 7：上半年部分矿企产量同比下降

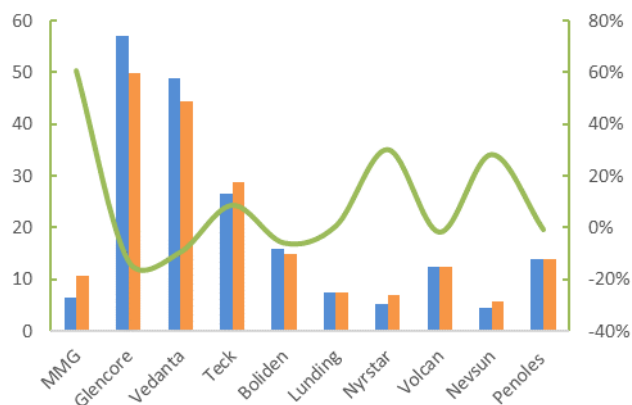
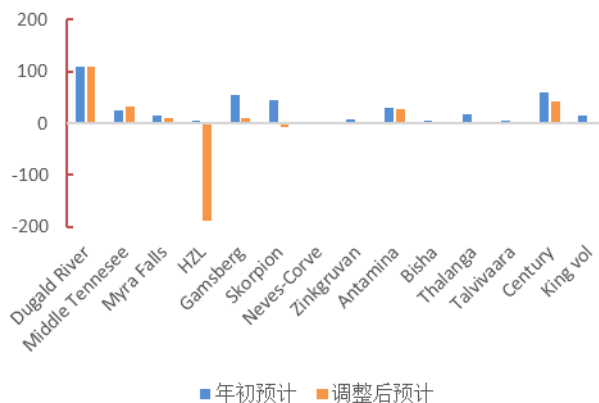


图 8：项目增量的年初预期与现实的落差



资料来源：公开资料整理、金瑞期货

资料来源：公开资料整理、金瑞期货

上半年产量增加的上市矿企主要有 MMG 和 Nyrstar，其中 MMG 的增量来自于 Dugald River 的投产，其在 2017 年年末时已有成品产出，而在今年二季度时进入正式运营，根据 MMG 生产指引，预计 Dugald River 全年实现 13 万吨产量，较去年增量约 11 万吨，基本符合预期。

其次，同比产量增加较为明显的还有 Teck，旗下 Antamina 作为备受市场关注的增量项目，上半年项目产量共计 21.7 万吨，同比上升 31%，基本符合预期。除此以外，红狗矿上半年产量也实现了同比上升 10%，得益于品味和回收率的双双提高。

此外，Nyrstar 上半年产量也有所提高，其增产主要来自于 Middle Tennessee 矿山重启，该项目上半年实现产量约 2 万吨，全年看预计实现产量约 5.5 万吨，高于年初预期。

以上是明显增产的矿企，增量也主要得益于项目的稳步投产。通过对境外矿企半年报的盘点，我们发现更有不少矿企产量明显低于预期，或被好看的项目未能按时推进，所导致的增量低于预估。

今年上半年产量低于去年同期的主要有 Vedanta，2018 年上半年实现产量 44.3 万吨，同比下降 9%。其中，Rmpura Agucha 项目由于自地上转地下开采，因而矿产总量出现了下降。算上 Zawar 和 Sindesar Khurd 项目在年初时预计提升选矿处理能力而实现 4 万吨的增量，但由于 Rmpura Agucha 的产量下降的拖累，在总量上出现下降 18.7 万吨的落差。此外，备受市场瞩目的 Gamsberg 项目，年初市场预期其能够实现 5.5 万吨的增量，但是其在 9 月份进行投产，虽然预计在四季度达到满产状态，根据其生产指引，显示计划在 2018 年增产 10 万吨，2019 年再增加 15 万吨产量，能否实现年初预期增量还有待证实。

其次，是曾经撬动市场的 Glencore，市场曾一再猜测其复产的时间和进度。去年年末 Glencore 终于宣布复产旗下 Lady Loretta 项目，并在全年生产指引中提到 2018 年与 2017 年产量相等保持在 109 万吨附近。但这是在其剥离非洲两个矿项目的基础上，因而

市场预计其 2018 年实际增量为 9 万吨。反观其上半年报告，剥离非洲项目以后，上半年产量同比下降 13%，其中北美矿山由于品位下降而导致产量下滑。而备受瞩目的 Lady Loretta 在上半年实际并没有录得产量，反而 Mount Isa 矿区因调整产量而出现了同比下滑，此外，McArthur Rier 产出却实际略有增加。从增量上看，也是不及预期的。

最后，Century 矿的尾矿项目，年初时其预计 2018 全年能够实现 6 万吨的产出，但其年内在 8 月份才有实际产出，全年预计仅实现 4 万余吨的增量，低于预估。

经过对境外锌精矿项目的盘点，我们发现全年锌精矿实际增量远比此前预估的要低，预计 2018 年境外实现增量 28 万吨，2019 年实现增量约 47 万吨。

反观国内，由于环保及政策等非利润性原因，令国内矿山难见增量，2018 年国内可能出现 10 万吨得净减量，2019 年在环保能够缓解的前提下，预计能够有 20 万吨的增量。

## 分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

## 免责声明

本报告仅供金瑞期货有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

## 金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900