

## 李琦：锌产业调研报告

8月底，上海期货交易所与浙江期货协会组织2014年锌产业链调研，主要赴中金岭南韶关冶炼厂进行了调研与学习。中金岭南经营管理稳定，资源弹性特质显著。2014年1-6月实现营业收入83.23亿元，同比增106.49%；归属上市公司股东的净利润1.58亿元，同比增31.43%。

本次调研除实地探访并系统的了解华南地区锌市供应状况外，还包括了深入的冶炼工艺、购销流程及成本控制、套期保值及风控管理学习。本报告主要着眼于目前市场最为关注和争议较大的几个问题。

### 一、韶冶铅锌冶炼现状

韶关冶炼厂全年精炼铅锌总产能达到12万吨水平，7、8月价格上涨之时进行增产，目前开工率在85%以上，下半年精锌精铅产量增长有限。停产检修已于上半年进行，计划性停产检修后重新开机时间为半个月。

目前，国产铅矿加工费较低，而锌矿加工费则处于较高的水平。主要有如下几个方面的因素，一是铅精矿与锌精矿品位不同，二是铅冶炼的附属产品价值高，冶炼商赚取的主要不是加工费，而是附属产品如白银的收益，而锌冶炼附属产品价值较低，三是铅冶炼企业竞争激烈，铅矿供应较紧，导致加工费较低。

目前中金岭南铅锭与锌锭的库存皆不高，这与我们前期所了解到的今年上下游企业精炼锌库存下滑是一致的。

韶冶年产锌合金约两万吨，有订单才生产，订单主要来自大型镀锌企业宝钢和梅山钢铁等。热镀锌产品加入少量锌合金将改善镀锌产品的性能。主要锌合金有锌铝合金，占锌需求的15%左右。

供应减少将导致价格和加工费都发生变化，但是价格能反映预期，加工费对供应的反应相对锌价而言较为滞后。

### 二、铅锌精矿定价分析

#### 1、进口锌矿计价

到岸价=含锌价款+含银价款-含杂罚款

=付费锌量\*LME锌价-处理费+付费银价\*LBMA银价-扣费杂质量\*杂质单价

(注：到岸价 美元/干吨)

#### 2、国内一般锌精矿计价

到岸价=含锌价款+含银价款-含杂罚款

=SMM锌价-锌锭与矿价差值+锌含量误测值+付费银价\*白银网银价\*银计价系数-扣费

杂质量\*杂质单价 (注：到岸价 元/吨)

其中，锌锭与矿价差值=基础价差（加工费的概念）+（锌锭价-价差基准价）\*20%

今年价差基准价与去年持平，仍为 15000 元/吨，但实际锌价大于 15000 元/吨，因此，这也是导致今年锌矿加工费较高的原因之一。

### 三、矿山关闭对价格和加工费影响的先后差异

从 2014 至 2016 年间陆续有大中型矿山关闭，2014 和 2015 年两年建大中型矿山关闭量达到约 85 万吨。在 2013 年底，锌市对此已有预期，价格出现上扬，2014 年二季度，锌价继续对矿山关闭显示出一定的预期效应，锌价再度受到推升。期货价格反映市场预期，提前出现上扬。

但是在过去的一年当中，国产矿和进口矿的加工费依然保持高位，甚至有所上扬，这一点和锌矿关闭锌价上涨出现的背离。那么背后的原因是什么？首先，年度加工费的谈判仅对下一年的矿供需情况进行判断，并且加工费谈判 2013 年在 10 月份就开始，因此，市场并未进入矿山关闭预期的情绪当中，因矿山关闭的高峰是在 2015 年；其次，加工费反映的是供需现状，而价格反映的供需预期，因此，加工费滞后于价格的上涨在情理之中。目前供应现状是矿仍然宽松，但是随着大型矿山的关闭，特别是 2015 年世纪锌矿 50 万吨产能的关闭必然将对加工费产生影响，因此，预计今年底的加工费谈判中，加工费将出现下调。

目前湿法冶炼的现金成本在 5000-6000 元/吨附近，其中近年来环保成本出现了较大的增加，目前国产矿加工费在 5100-5200 元/吨的水平，其中有 300-400 元/吨是环保成本的增加。人工成本也出现一定幅度的增长，也就是说，目前 5100-5200 元/吨的加工费水平相当于两年前的 4800 元/吨的水平。

### 四、精炼锌库存下降，下半年产量增加受限

今年及之后两年大规模矿山关闭，关闭的矿山品位达到了 25%，但新投资矿山的品位仅 12% 左右。因此，新增矿山暂无法替代原有矿山，或存在一定的不确定性或者说不达产的状况。中金岭南认为，目前矿供应虽然仍较宽松，但是当价格在 18000 元/吨下方，留存的锌矿并不会形成供应量。

2013 年末以来，因锌价上涨至前几年的运行区间上方，多数企业大量进行去库存行为，去年三季度，少数冶炼企业的原料矿库存达 8-10 个月，最低的企业也有 2 个月的原料库存，但目前仅为 30-40 天左右水平。产成品库存方面，去年底的库存达到 40-50 天，而 6 月份后产成品（锌锭）库存仅约 10 天左右。贸易商和下游的锌锭库存也处于低位。因此，目前国内锌锭隐性库存水平非常之低。这与我们前期所了解到的今年国内锌锭库存减少 50 万吨的信息一致。另外，中金岭南表示其目前库存仅约 6-8 天。

目前中金岭南开工率在 85% 上方，下半年增产有限，而由于环保整治的因素，国内下半年总体产出增加将受到限制。价格上涨并非一定会引发产量的增加，产量增长的促发因素主要是加工费的提高。此外，中小企业大多亏损严重，年产 30 万吨以上规模生产才能产生利润，目前存在大量中小冶炼关闭。

需求方面，6-7月的突发上涨，对于下游企业来说，出现一定程度的打击，但是在淡季时期，下游订单大多呈现淡季不淡。预计随着旺季需求的进一步增加，短期供应量增速出现了滞后，将会形成短时间的短缺。

中金岭南认为，下半年精炼锌产出增速将不超过3%，而消费增速将超过8%，这就将导致隐性库存出现进一步下降。全球来看，全球消费增速今年将达到6%，产出增速预计不超过3%。国内将存在5%的缺口，国外将出现3%左右的缺口，预计全球缺口总额达到70万吨，因此，今年全年全球隐性库存料将减少70万吨的水平。

## 五、价格上行或令套保盘平仓了结，支撑价格

从2011年9月以来，LME锌价运行在2200美元/吨下方，2013年3月后LME锌价主要运行在2000美元/吨之下，去年底开始运行至1950美元/吨-2100美元/吨区间，6月中旬价格突破2100美元/吨之时，大量冶炼企业套保盘出现，甚有进行过度套保，把之后2-3年的产量进行了保值，这或出现逼仓行情风险。

但是，若价格继续大幅走高，套保盘将主要进行平仓了结头寸，而非持有交割，首先是因为保证金追加的资金压力，其次是目前远期结构发生变化后迁仓损失大增，因此，空头套保平仓将对价格产生支撑作用。

## 六、光大点评

目前全球锌供应趋于紧张。主要表现在以下四个方面：一是全球锌供需呈现短缺扩大趋势，上半年隐性库存大幅下降。二是原料资源瓶颈，全球大型矿山关闭，2005年是关闭高峰。三是大量库存从显性转向了隐性，有大型贸易商或其他实体企业屯库行为出现。四是下半年国内精炼锌增量有限，由于环保整治的因素，冶炼企业开工率难以大幅增加，产量增长将受到限制，下半年产出增量预计或在25万吨左右，为正常水平。因此，我们认为供应收紧将支撑锌价。

需求方面，8月底我们对华东镀锌和锌合金企业调研显示，船用镀锌钢管及电网、基站用镀锌构件增长迅猛，汽车镀锌板需求增长良好，基建、家电、日常消费品用镀锌及锌合金增速维持稳定，房地产用镀锌下滑较为明显，但房地产用锌量有限。6、7月份锌下游需求淡季不淡，9、10月旺季来临需求有望进一步好转。

综上，短期来看，锌价受到宏观经济复苏不确定、投机资金及贸易商低买高卖的影响而出现震荡；但因供应收缩，需求回暖，资源瓶颈等因素，锌价将维持中长期上行趋势，维持年内20000万/吨的目标位不变。

分析师：李琦，上海外国语大学经济学硕士。上海期货交易所2013年度优秀铅锌分析师，中国金属通报2012年十佳有色金属分析师。高级口译执业资格，撰写及翻译英文报告百余篇。编写《证券投资理论与实务》教材并已再版。

执业资格证号：F0250548

投资咨询资格号：Z0002267

电话：021-22169060-355

E-mail:liqi@ebfcn.com.cn

### 免责声明

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所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。