

**CICC**中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED**行业聚焦**

研究报告

2011 年 8 月 21 日

有色金属

大宗商品研究

孔庆影分析师，SAC 执业证书编号：S0080511010019
kongj@cicc.com.cn

锌 - 风暴中静待中国机会

锌价下跌，惜售情绪困扰市场供应

由欧美危机引发的市场恐慌情绪使得金属板块在最近几周的大幅调整。8 月以来 LME 锌价下跌 11.5%，仅次于镍的 13.2%。与此同时，上期所锌价也录得 10% 跌幅，目前近期合约价位 16,650 人民币/吨。当前的价格已触及以中国中小型矿企为首的边际生产商的生产成本（估计在 17,000-18,000 之间）。他们采取了惜售的策略来收缩供应，这与今年 4-5 月之间发生的情况相类似。

但是，需求依然保持强劲

截至 7 月的数据显示下游需求强劲。镀锌板产量同比增长 22%，达到 272 万吨。而 1-7 月份锌的表观消费量几乎与去年持平，这使得我们相信，不断上升的交易所库存并不能反应市场的紧张程度，私人部门存在着去库存行为。往前看，保障房开工进程加速、在建工程规模较大的情况下，锌消费将保持强势。

宏观风险下的对策

短期来看，全球宏观经济层面的不确定性在近期仍将主导锌及其他有色金属的价格走势。因此，我们不建议投资者/消费商在此时多头持仓。但是，数据表明锌价低于小型锌矿成本时，紧张的市场供应会导致 SHFE 近端合约表现优于远端。因此，如果价格持续低迷，在 SHFE 上买近卖远的价差套利交易将会获益。

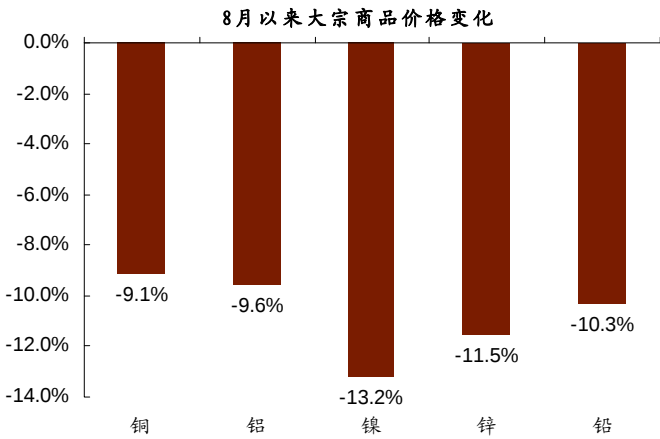
中长期来看，随着电力瓶颈逐渐消失，以及锌精矿的供应重新回到市场，价格长期上涨空间将受到抑制。

锌 — 风暴中静待中国机会

锌价下跌，惜售情绪困扰市场供应

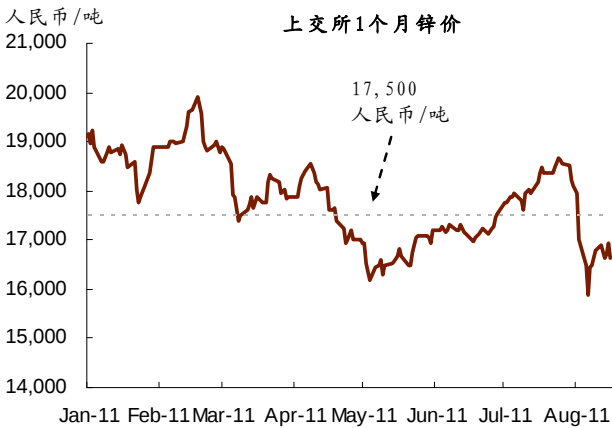
市场的恐慌情绪使得金属板块在最近几周大幅调整。8 月以来 LME 锌价下跌 11.5%，仅次于镍的 13.2% (图 1)。与此同时，上期所锌价也录得 10% 跌幅，目前近期合约价位 16,650 人民币/吨 (图 2)。当前的价格已触及以中国中小型矿企为首的边际生产商的生产成本 (估计在 17,000-18,000 之间)。从市场反应来看，锌矿商的惜售情绪已经开始回升，现货市场供应已经开始紧张。长江现货兑上交所期货升水达到 1000 元/吨左右，同时上交所近端较远端价格贴水大幅减小 (图 3、4)。

图表 1：8 月价格调整以来锌的表现差于金属板块平均



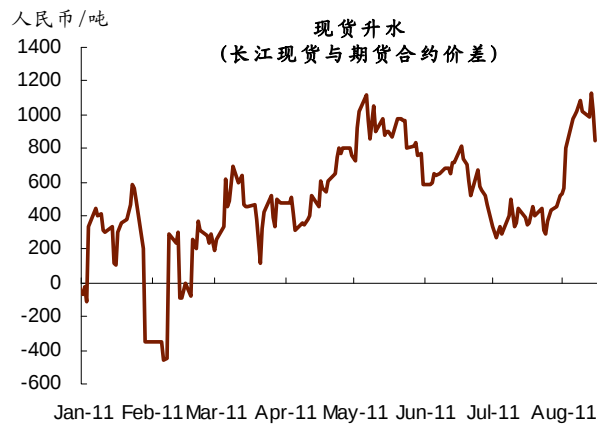
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：目前锌价已触及边际生产商的成本



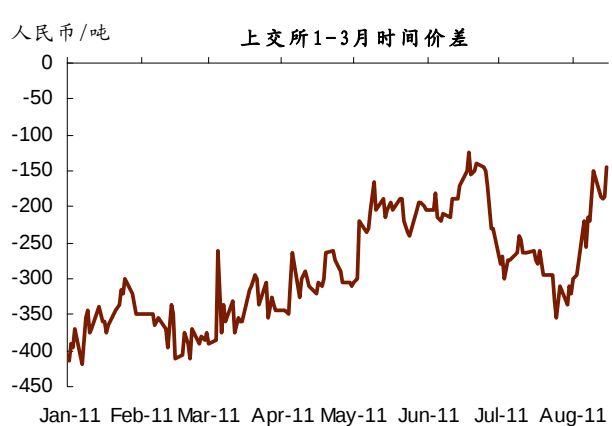
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：现货升水上涨暗示锌供应紧张



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：近端合约较远端贴水缩小也证明了这一点



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

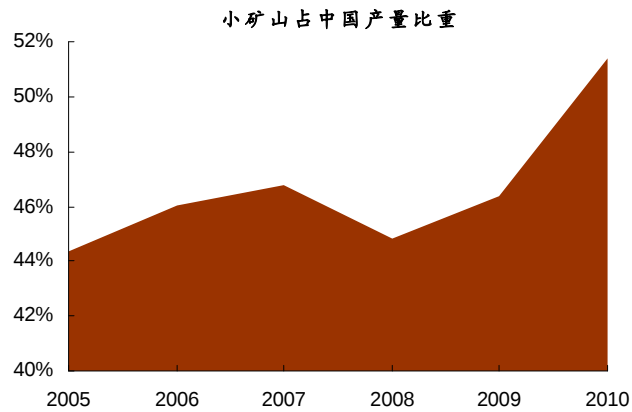
小型矿商在锌矿供给中的地位日益提高，使得中国锌产量对价格的敏感性非常高。根据 Brook Hunt 的统计，小型矿山占国内产量的份额已从 05 年的 44% 上升至 10 年的 51% (图 5)。由于原矿品位不高，而且没有铜、银等副产品的补贴，这些矿山的生产成本位于中国企业成本曲线的高端¹。据我们估计，考虑一定程度的加工费后，17,000-18,000 人民币/吨之间的价格已挤压了足够的利润空间。

¹ 参见我们的报告“锌价-承受中国之重”，2010 年 7 月 29 日

锌产量下降的情况曾经发生在今年 4-5 月份之间。当时锌价在 17,000 人民币/吨左右徘徊，锌矿商出于保本的目的而采取的惜售做法使得加工费大幅下滑（图 6），冶炼厂开工率也跌至 77%左右，同时精炼锌产量连续两个月出现下滑（图 7）。

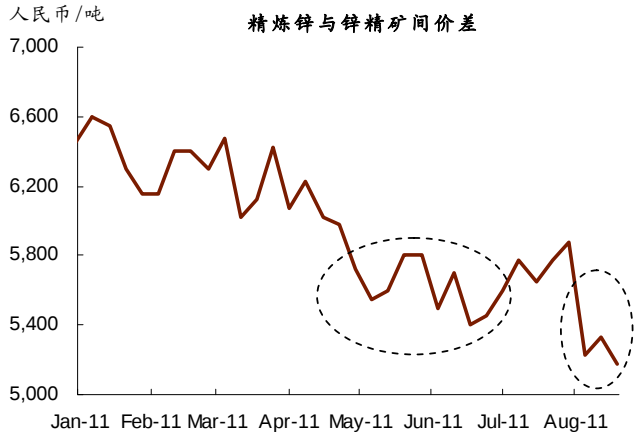
随着 6 月份价格逐步回升，锌矿的供应开始有所恢复，加工费才有了一定程度的上升。然而，值得一提的是，矿企的策略是惜售而不是限产。从有色协会公布的数据看，虽然精炼锌的产量有所下滑，但 1-6 月份锌矿产量达到 178 万吨(金属当量)，比上年同期增长了 9.5%（图 8）。

图表 5: 小矿山在供给中的地位日益提高



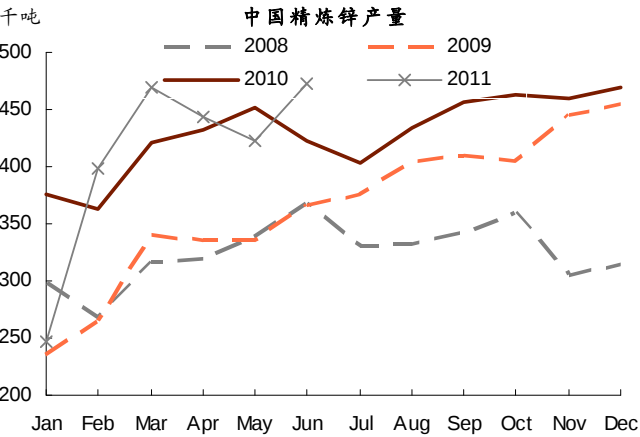
资料来源: Brook Hunt, 中金公司研究部
注: 小矿山产量基本低于 1 万吨, 且不能被统计机构确认矿山名称

图表 6: 加工费的走低显示了精矿供应的紧张



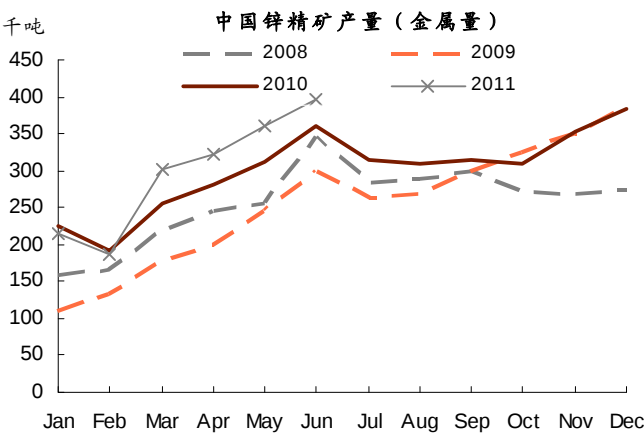
资料来源: 彭博资讯, 亚洲金属网, 中金公司研究部

图表 7: 精炼锌产量在 4,5 月份显著放缓.....



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 8:但与此同时精矿产量依然走高



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

当前的现货指标显示市场的供应紧张程度也已非常接近 4、5 月时的水平，包括：加工费大幅下降，现货升水上升，近远端时间价差减小。这显示精矿供应再度陷入低迷，符合我们在市场上的观察。除此之外，电力短缺问题可能在短期影响冶炼产量。随着 8 月份用电高峰的到来，冶炼企业和矿企都会受到不同程度的影响。从我们调研的结果来看，电力供应最为紧张的南方电网所辖地区，特别是广西地区（这与相关新闻报道所述一致），冶炼企业已经发生不同程度的限产，部分企业的产能利用率仅能维持在 50%左右。广西地区的锌产量约占全国产量的 10%，锌矿产量约占 8%。

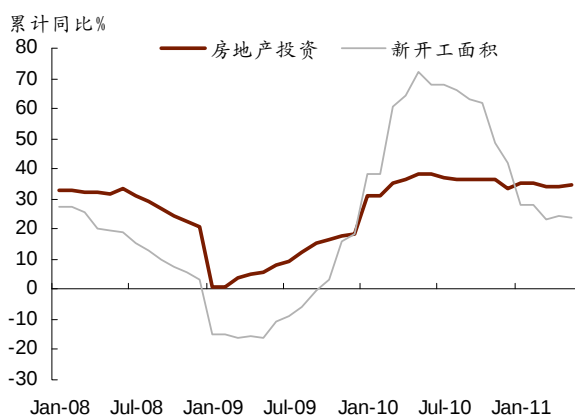
但是，需求依然保持强劲

7月份公布的数据显示下游需求强劲。镀锌板产量同比增长29%，达到272万吨。年初至今产量增速18%，达1800万吨。在保障房开工进程加速、在建工程规模较大的情况下，占锌消费约50%的建筑领域前7个月份保持了投资完成额33.6%的累计同比增长（图9）。与此同时，空调、冰箱分别维持了42%和19%的累计同比增速，而汽车行业受到政策退出的影响增速有所回落。

值得注意的是，1-7月份锌的表观消费几乎与去年持平，与强劲的镀锌板产量增速形成鲜明反差（图10）。这使得我们相信，不断上升的交易所库存并不能反应市场的紧张程度，私人部门存在着去库存行为。

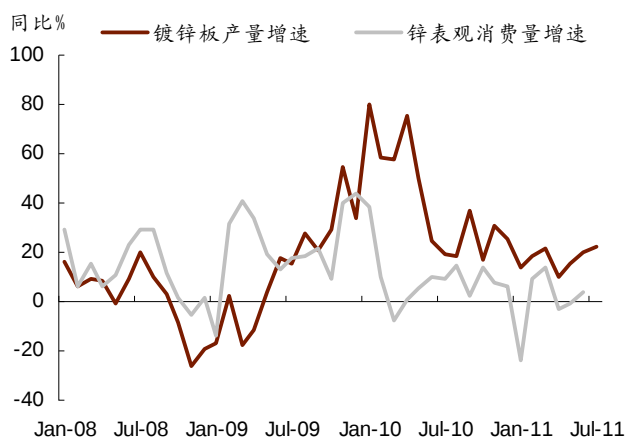
往前看，中国的投资增速受政策调整可能有所下降。但在保障房及大规模在建工程的支撑下，我们认为投资下将幅度有限。因此，我们在半年报中估计全年精炼锌需求增长8%。我们对此仍保持肯定态度。

图表9：房地产开发投资额增速良好



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表10：镀锌板产量增速高于锌表观消费量显示去库存化仍在进行中



资料来源：CEIC，中金公司研究部

宏观风险下的对策

短期来看，全球宏观经济层面的不确定性在近期仍将主导锌及其他有色金属的价格走势。考虑到欧美近期数据不尽人意，市场仍存在较大波动性。因此，我们不建议投资者/消费商在此时多头持仓。

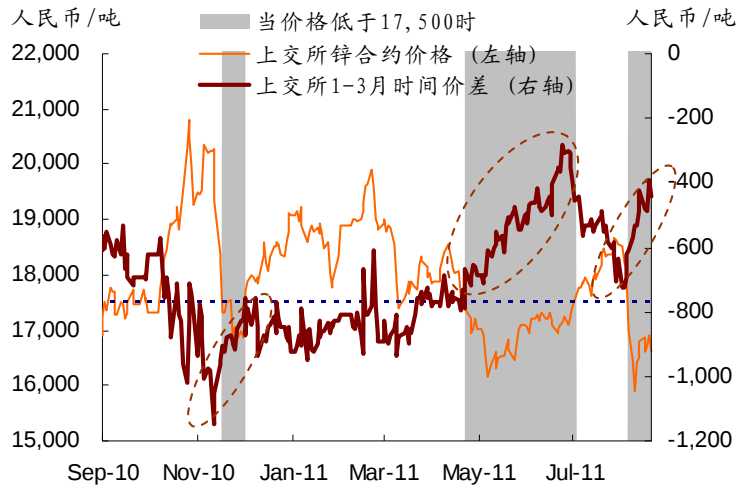
但是，锌价低迷将继续困扰锌矿供应。如图11所示，当锌价低于17,500人民币/吨时，紧张的市场供应会导致SHFE近端合约表现优于远端。因此，如果价格持续低迷，在SHFE上买近卖远的价差套利交易或将会获益。

中长期来看，我们对价格的并不乐观。首先，根据中金电力组的预计，电力瓶颈将随着8月用电高峰的离去而缓解。电力问题制约冶炼产能的因素也将随之得到缓解。

更重要的是，国内锌行业的价格瓶颈不在于冶炼环节，而是在于上游的原料环节。由于中国中小型矿企的存在，使得供应面对价格的变化反应相当敏感。如果未来价格的企稳，锌精矿的供应又会重新回到市场。抑制价格进一步上涨的空间。

我们发现今年上半年锌精矿的产量强劲增长超出了我们的预期。上半年精矿产量同比上升9.5%。按此增长率得到的年化产量或将达400万吨，高于我们原来380万吨的预测，这意味着精炼锌产量存在上行风险，而精炼锌价格存在下行风险。

图表 11: 锌价低于边际供应商成本时, 时间价差往往走高



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED