

重磅专题——锌行业龙头嘉能可的漫漫复产之路

吕洁

研发副总经理

投资咨询编号: Z0002739

联系电话: 0571-28132578

邮箱: lvjie@cindasc.com

周蕾

金属研究员

联系电话: 0571-28132528

邮箱: zhoule@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物物资大厦

1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话:

4006-728-728

信达期货网址: www.cindaqh.com

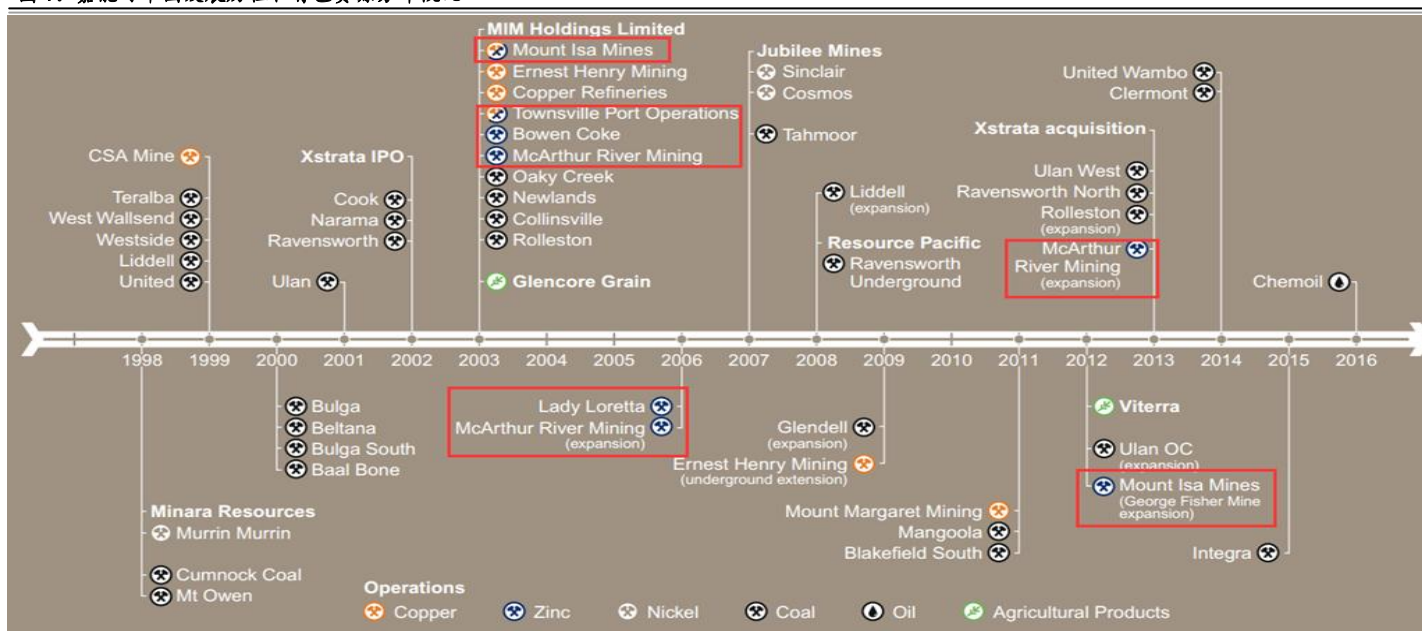
主要观点:

- 嘉能可是全球第一大锌生产商。嘉能可“贸易+自产”的锌交易总量、自有资源以及储量分别占全球的 35%、10%和 9%。目前部分矿山面临资源逐渐枯竭的困境，但是嘉能可将开采重心放在储量最大的澳大利亚矿山。
- 2015 年嘉能可出现危机后，马上进行了减产、停产和出售库存等自救措施。嘉能可通过削减锌矿产量以及掌控市场精炼锌流通量从而推高锌价非常成功，2017 年每股盈利则由往期的每股亏损转为每股盈利 0.17 美元。
- 嘉能可宣布主动减产的效果并不十分理想。一方面减产执行力度大打折扣，另一方面其他矿山仍在增产，预计 2017 年将继续维持 2016 年的水平。
- 基于以下几个方面，嘉能可今年复产概率很低。第一，资产负债表处于不断收缩过程中。第二，下半年仍面临股东派息带来的现金流压力。第三，嘉能可逐步加强资源配置和转型，为未来新能源需求做准备。第四，嘉能可撤销港交所上市，采取较为保守的资产收缩策略。
- 未来嘉能可复产的时间节点不好判断，笔者认为新能源市场没有明确的爆裂增长信号之前，嘉能可复产的概率不大。
- 从全球供需平衡来看，即使嘉能可完全复产仍不能填补供应缺口，改变供应平衡的另一个关键变量在中国。根据 ILZSG 显示，中国控制的全球锌矿供应占比高达 40%。当前中国环保督查执行力度前所未有，短期不会动摇整治环保的决心，因此 2017 年锌供应短缺局面难改。

一、全球锌产业链霸主——嘉能可面临困境

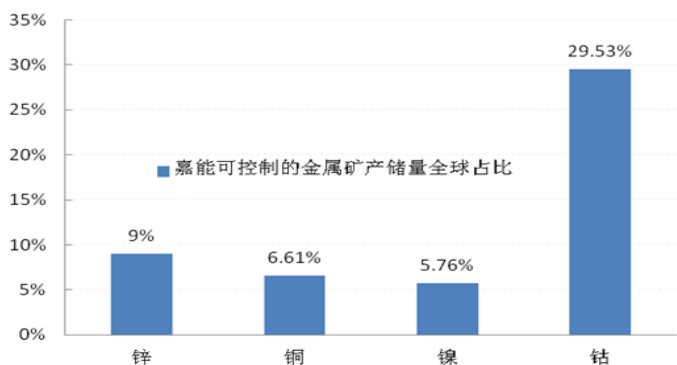
嘉能可最初是一家瑞士石油贸易商，20世纪80年代掌门人马克·里奇开始锌矿开采，2013年公司完成对斯特拉塔(Xstrata)矿业公司的并购，实现了锌资产的大规模扩张，一跃成为全球锌产业链的巨头。截至目前，嘉能可是全球第一大锌生产商。嘉能可“贸易+自产”的锌交易总量、自有资源以及储量分别占全球的35%、10%和9%。根据麦肯锡及其他分析机构数据表明，嘉能可还掌控着全球约半数的锌金属和锌原料(中国产量除外)，可以说嘉能可在全球锌产业链扮演着举足轻重的角色。

图1：嘉能可帝国发展历程和有色资源分布概况



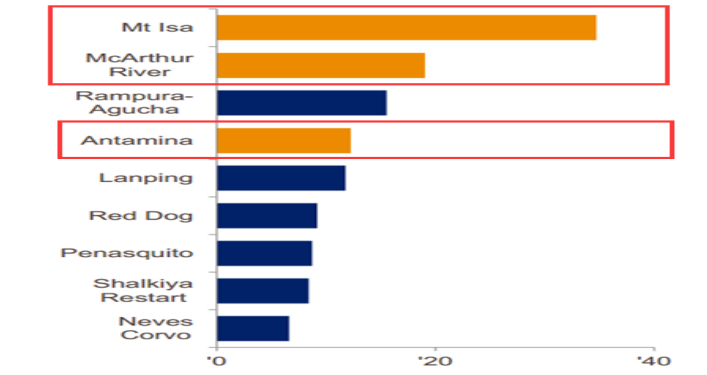
资料来源：嘉能可公告，信达期货研发中心

图2：嘉能可控制的金属矿产储量全球占比（2015） 单位：%



资料来源：嘉能可公告，WIND，信达期货研发中心

图3：全球排名前四的锌矿中有三属于嘉能可 单位：百万吨



资料来源：嘉能可公告，信达期货研发中心

从嘉能可锌矿资源的分布来看，产量最大的矿山集中在澳大利亚和南美洲。其中全球排名前四的锌矿中有三家属于嘉能可。除了 Antamina 是位于南美洲外，Mount Isa 矿 McArthur River 矿均位于澳大利亚。其中 Mount Isa 锌矿储量约 3500 万吨，McArthur River 锌矿储量约 1900 万吨。2013 年嘉能可收购斯特拉塔之后，加大了对澳大利亚锌矿的布局，包括 McArthur River 和 Mount Isa 在内的矿山逐年增加投资扩产，2015 和 2016 年嘉能可澳大利亚的锌矿产量分别占公司总产量的 52%和 45%。

图 4：嘉能可全球锌矿资源分布



资料来源：嘉能可公告，信达期货研发中心

仔细分析一下嘉能可锌矿的构成，目前 Mount Isa 矿是嘉能可最主要的锌矿来源，其锌资产主要包含 George Fisher 地下矿、Black Star 露天矿和 Lady Loretta 地下矿。作为主心骨的 Black Star 露天矿因为资源耗竭于 2016 年 12 月寿终正寝。此外，位于南美洲的 Iscaycruz 锌矿在 2015 年底停产时，仅剩 2-3 年寿命，而且锌品味已从 2014 年底的 8.77% 下滑至 2015 年的 4.9%，暂停生产或许可以为矿山储量升级提

供一定的准备时间，但后期复产也将因为矿石质量变化产生较大幅度产量下滑。

此外，包括 Aguilar、Illapa 在内的部分矿山仅剩 2-5 年的使用寿命，合计矿山储量近 70 万吨。尽管如此，嘉能可的锌矿巨头地位仍不可动摇，虽然部分矿山资源逐渐枯竭，但是嘉能可将开采重心放在储量最大的澳大利亚矿山，2014 年斥资 1 亿美元扩建锌矿项目。其中，George Fisher、Lady Loretta、McArthur River 矿山储量丰富，嘉能可在降低开采成本的同时加大对这几个矿山的投入，用以弥补部分矿山的损失。

表 1：嘉能可主要锌矿山寿命和运营情况

矿山名称	包含分矿	控股比例	矿山储量 (万吨)	矿山预期寿命 (截止2016)	状态
Kazzinc		69.7%	373	5-20年	
Mount Isa	Black Star Open Cut	100%	0	0	停产
	George Fisher	100%	526	20年	
	Lady Loretta	100%	111	10年	停产
McArthur River			1100	27年	
Kidd Creek		100%	34	5.3年	
Matagami	Bracemac-McLeod	100%	27	17年	
Los Quenuales	Iscaycruz	97.6%	3	2-3年	停产
	Yauliyacu	97.6%	17	3-4年	
Illapa	Bolivar	45%	16	2.5年	
	Porco	45%	4	2.5年	
Sinchi Wayra	Caballo Blanco	100%	3		
Aguilar		100%	11	3年	
Perkoa		90%	38	5年	出售
Rosh Pinah		80.1%	45	7.6-7.8年	出售

资料来源：嘉能可公告，信达期货研发中心

二、2015 年锌市釜底抽薪——嘉能可 50 万吨锌矿项目停产背景回顾

2011-2015 年大宗商品市场处于“熊市”周期，在美国加息预期、中国经济放缓以及 A 股市场的暴跌的背景下，2015 年三季度化工、金属、原油、煤炭、农产品价格均出现了大幅杀跌的惨烈局面，商品市场一片哀鸿遍野，铜、镍、锌价格分别下跌 29%、28%和 48%。当时的嘉能可已经不再是纯粹的贸易商，收购 Xstrata 后变成重资产型贸易商，原料价格持续下跌导致上游风险敞口过大，贸易盈利无法对冲上游业务风险。同时，随着 2014 年底 LME 仓储新规的实行，嘉能可原先利用 LME 仓库控制出货、提高升水、赚仓储租金以及进行库存融资的盈利模式也遭到破坏，这些利好因素的逆转使嘉能可自产和贸易业务均受重创，2015 年上半年营业收入同比下滑 24.86%，净利润亏损 67600 万美元，同比下滑 139.30%。当中报公

布后，嘉能可股价较 2014 年 7 月份高点暴跌约 81%，公司 5 年期 CDS 价格迅速攀升，上涨幅度超过 500 个基点。债券市场方面，尽管穆迪和标普仍维持着嘉能可 Baa 和 BBB 评级，但先后均将其评级展望调整为负面。

当时的嘉能可风雨飘摇，经不起任何一点风吹草动。为了扭转现状，嘉能可当断即断，马上进行了减产、停产和出售矿山库存等自救措施。首先，陆续宣布出售 Cosmos 镍矿、菲律宾 Tampakan 铜矿、多米尼加 Falcondo 镍矿、以及科特迪瓦 Sipilou 镍矿等矿场。其次，宣布 Katanga 铜矿、Mopani 铜矿停产 18 个月，南非 Eland 铂金矿停产。同时，2015 年 10 月 9 日宣布暂停锌矿 50 万吨产能项目的生产，该减停总量相当于全球总产量 4% 的锌产量，当日锌价飙涨超 7%。随后，全球商品开始缓慢的复苏过程，截至目前铜、铝涨幅分别约 32% 和 40%，锌则因供需矛盾已涨超 90%，表现十分亮眼。现在看来，嘉能可通过削减锌矿产量以及掌控市场精炼锌流通量从而推高锌价非常成功，权益持有人应占净收入由 2016 年上半年的亏损 3.69 亿美元增至 2017 年上半年的利润 24.5 亿美元，而 2017 年每股盈利则由往期的每股亏损转为每股盈利 0.17 美元。

表 2：嘉能可 2015 年 10 月宣布的减产计划表

单位：千金属吨

矿山名称	估计每年减少量	备注
George Fisher	245	George Fisher 减产
Lady Loretta (Mt Isa)		Lady Loretta 暂停
McArthur River	135	减产
其他锌 (南美)	80	秘鲁 Iscaycruz 暂停
Kazzinc	40	减产
合计	500	

资料来源：嘉能可公告，信达期货研发中心

三、落实 or 打折？——嘉能可减产执行力度分析

嘉能可宣布减产已接近两年，锌价涨幅已超过 90%，显然通过减产来拉高锌价效果显著。但从执行力度来看，减产落实并不尽如人意，无论是 2016 年还是 2017 年，减产执行力度都大打折扣。

分矿山来看，Mount Isa 矿是此前宣布减产计划中减产量最大的矿山，减产计划主要包括 George Fisher 矿减产和 Lady Loretta 矿停产。其中，George Fisher 矿 2015 年 5 月完成扩产工程的试生产和调试，减产主要以扩产部分延缓投产的方式实现，因此总体产量预计将维持前一年水平约 21.6 万吨左右。Lady Loretta 矿 2015 年产量约 15 万吨，2016 年已暂停生产。从实际的减产情况来看，Mount Isa 矿减产执行相对严格，2016 年预期完成减产目标的 78%，2017 年前三季度累计产量 18.4 万吨，若按照预期增

速将完成减产的目标的 96%，基本与预期相符。

表 3: 嘉能可自由资源锌产量实际减产情况

单位: 千金属吨

矿山位置	矿山名称	2013	2014	2015	2016	2017Q1-Q3	计划减产	2016减产实现	2017预计减产实现
哈萨克斯坦	Kazzinc	216.2	199.3	193.4	187.6	157.100	-40	14.50%	0.00%
澳大利亚	Mount Isa	405.1	437.3	478.2	288.2	184.000	-245	77.55%	95.59%
	McArthur River	203.3	224.3	272.7	200.2	130.700	-135	53.70%	71.41%
南美	Matagami	74.5	74.8	52	51.6	38.200			
	Kidd	67.8	61	63.2	78.5	57.600			
秘鲁	Antamina			79.300	66.800	93.5			

资料来源: 嘉能可产量报告, 信达期货研发中心

McArthur River 三期扩产项目 2014 年 6 月完工, 但因该矿一直面临环境问题困扰, 2015 年 10 月甚至面临政府关停威胁。从产量的表现来看, 2016 年减产只完成了预期的一半, 2017 年前三季度表现相对较好, 预计能完成减产目标的 70% 以上。

Kazzinc 公司锌产量减产执行最差, 2016 年只完成减产计划的 14.5%, 2017 年则更甚, 前三季度锌产量约 15 万吨, 4 季度产量正常也将超过 2015 年水平, Kazzinc 减产 4 万吨形同虚设。

纵观整体产量变化, 排除 Black Star 和 Iscaycruz 锌矿关闭这部分应属计划内的减产量, George Fisher、McArthur River、Kazzinc 等宣布主动减产的减产效果并不十分理想。若乐观估计 Mount Isa 减产完成 100%, McArthur River 减产实现 70%, 实际减产只有 42 万吨。虽然嘉能可公布每季度产量预测从年初的 119±25 万吨下调到第三季度的 110.5±25 万吨, 下调了 7%, 但与 2015 年相比, 仍增产 34 万吨, 也就是说, 嘉能可一方面减产执行力度大打折扣, 另一方面其他矿山仍在增产, 预计 2017 年将继续维持 2016 年的水平。

表 4: 2017 年嘉能可锌产量预测不断下调

单位: 千金属吨

	2014	2015	2016	2017 Guidance
2016年底	1387	1445	1094	1190±25
2017年Q1	1387	1445	1094	1190±25
2017年Q2	1387	1445	1094	1130±25
2017年Q3	1387	1445	1094	1105±25

资料来源: 嘉能可产量报告, 信达期货研发中心

四、财务状况正常化，嘉能可复产时机未到

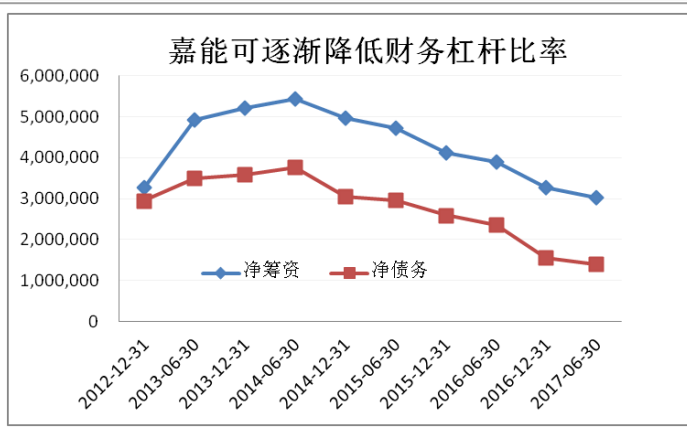
当前，嘉能可减产 50 万吨仍是锌市场的主要变量，市场对嘉能可复产的猜测都众说纷纭，目前关于复产的原因归结为嘉能可财务状况的改善。然而，笔者认为嘉能可财务状况确实得到了优化，但整体处于资产收缩的过程。

1、资产负债表逐步收缩

2015 年嘉能可遇到经营危机时，开始大刀阔斧削减债务和出售非核心资产。当时的目标是完成资产负债表的重新定位，争取给予股东行业领先的回报。

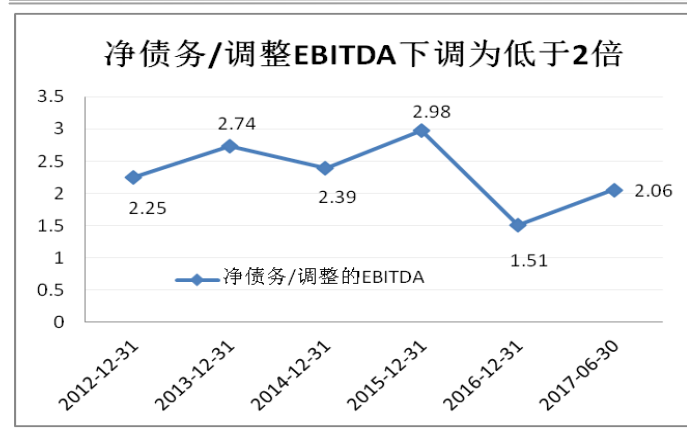
根据最新的财务数据显示，嘉能可从 2015 年 9 月开始以降低财务杠杆比率和优化资产负债表的目标已经实现，截止 2017 年中期，净筹资及净债务分别为 302 亿美元及 139 亿美元，远远高于目标水平（2015 年的目标是实现净筹资额及债务净额削减至 320 亿和 170 亿美元），同时债务净额/经调整 EBITDA 比率已持续低于 3 倍水平，今年又将目标下调为最高 2 倍。通过不断改善财务杠杆，目前嘉能可公众筹资息差及违约掉期已逐渐恢复正常水平。当前多位分析师给予嘉能可“表现优于大盘”的评级，并称嘉能可的大宗商品配置使其为电动汽车需求增长作好了准备。

图 5：嘉能可逐渐降低财务杠杆比率



资料来源：嘉能可财报，WIND，信达期货研发中心

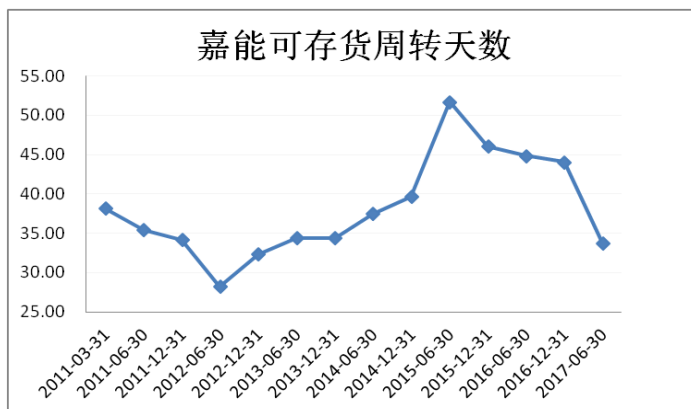
图 6：嘉能可净债务/调整 EBITDA 下调为低于 2 倍



资料来源：嘉能可财报，WIND，信达期货研发中心

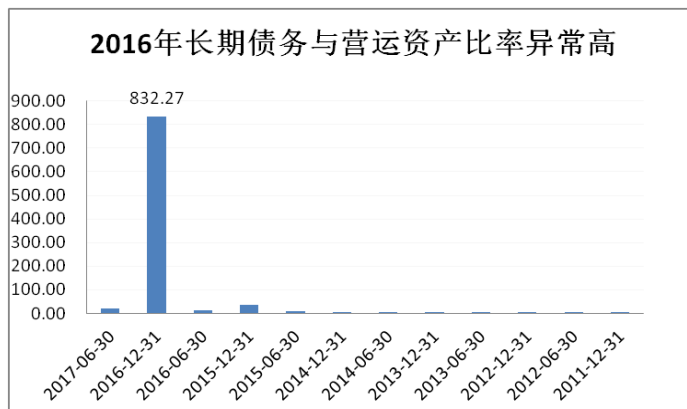
然而，嘉能可财务报表的改善并不意味着公司真正实现了华丽翻身，而是受惠于大宗商品价格上涨带来的资产和营销业务利润的扩张。也就是说，公司对大宗商品的敏感性增强，未来价格下行仍是公司经营的最大风险。而且前期通过出售资产和库存来换取流动性属于断臂求生的行为，虽然能够马上改善存货周转天数，增强速度比率和流动比率，但未来存在很大的财务隐患。从图 8 可以看到，2016 年底嘉能可长期债务和营运资产比率异常高，说明嘉能可一方面收缩资产换取流动性，另一方面又加强核心资产收购导致营运资金急剧下降。此外，今年嘉能可还面临着向股东派息的现金流压力。

图 7: 嘉能可通过大量出售库存美化了报表



资料来源: 嘉能可公告, WIND, 信达期货研发中心

图 8: 嘉能可长期债务与营运资产比率异常高

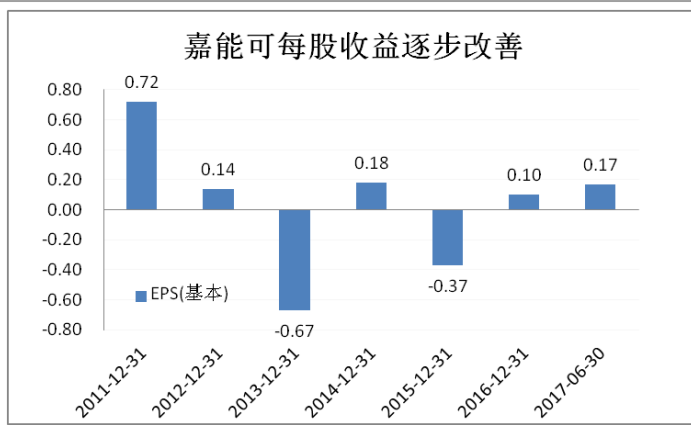


资料来源: 嘉能可公告, WIND, 信达期货研发中心

2、2017年嘉能可面临股东派息带来的现金流压力

目前嘉能可股东回报已由往期的每股亏损转为每股盈利 0.17 美元, 能够维持较为平衡状况。2016 年 12 月嘉能可宣布一年后恢复股东分派, 即 2017 年向股东退还 10 亿美元。上半年 5 月份嘉能可已支付了 5 亿美元, 下半年将面临第二次付款的压力。此外, 新分派政策规定从 2018 年起包含固定部分 10 亿美元和可变部分 (即最少派付自由现金流的 25%)。从 2017 年中期财务报表可以看到, 嘉能可经营现金流大概在 50 亿左右, 除开既定的资本开支消耗外, 现金流压力非常大。为了进一步改善资金压力, 嘉能可上半年与中国海航协议以 7.75 亿美元出售石油储存和物流业务 51% 的股权, 从这个意义上讲, 嘉能可 2017 年仍以求稳为主, 并不会承受复产带来的价格下跌风险。

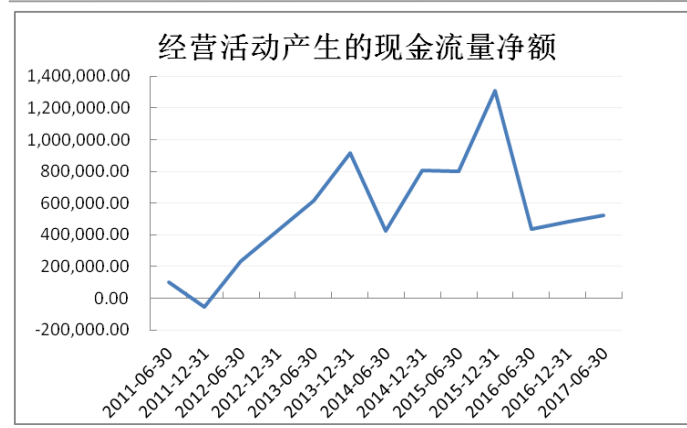
图 9: 嘉能可每股收益逐步改善



资料来源: 嘉能可财报, WIND, 信达期货研发中心

图 10: 嘉能可经营活动产生的现金流量净额

单位: 百万美元



资料来源: 嘉能可财报, WIND, 信达期货研发中心

3、企业寻求资产转型，侧重配置铜、钴、镍和锌等资源来等待复产时机

随着新兴市场趋于成熟，嘉能可越来越重视资产配置。2017 年中期经营报告中提到要重点投资超级周期的早期商品，合理减少需求转型至中期或晚期的商品。为此，嘉能可大量出售农产品、煤炭铁路运输业务和部分有色金属库存以换取现金流和削减债务开支，同时加大对铜、钴、镍和锌在内的产业链投资。比如，嘉能可在 2016 年底取得额外的 Rosneft 货量，使石油部门录得急速增长。虽然将非洲锌资产出售给 Trevali 矿业公司，但拥有 Trevali 公司 25%的股权和锌生产的营销权，通过这种独特的方式扩展全球锌业务。此外，嘉能可于 2017 年 2 月收购了 Mutanda 余下的 31%权益（其拥有一级的铜、钴业务），7 月又与充煤澳洲公司协定以 11.4 亿美元收购 Hunter Valley Operations (HVO) 煤矿的 49%股权，意在与充煤澳洲公司成立一家合资企业来运营这座煤矿，以求大规模的采矿和经营协同效应。

嘉能可认为未来电动汽车和储能系统的大规模推出将为包括铜、钴、镍和锌在内的相关商品的需求开辟重大的新来源。特别是电池化学技术不断进步，加上政府提倡绿色经济、排污减排的决心将支撑新能源需求的发展。因此，嘉能可收缩资产负债表并加紧资产重组的行为变得有规可循，考虑到现在新能源需求并没有大规模释放，嘉能可倾向于采取调整的保守策略，不会轻易复产。

基于此，2017 年嘉能可复产概率很低。10 月 31 日嘉能可又爆出自愿退市的公告，公告称香港属于第二上市，仅占公司全部发行股本的 0.3%。撤销香港上市地位后，公司将会继续保持在英国伦敦和南非约翰内斯堡证券交易所上市。撤回上市于 2018 年 1 月 31 日上午 9 时正生效。从这个角度看，如果公司经营状况转好不会申请退市，此举只能说明嘉能可倾向于保守的资产收缩政策，更加坚定了短期不会复产的观点。未来嘉能可复产的时间节点不好判断，笔者认为新能源市场没有明确的爆裂增长信号之前，嘉能可复产的概率不大。

五、未来影响锌价的另一个关键变量——中国

从全球供需平衡来看，即使嘉能可完全复产仍不能填补供应缺口，改变供应平衡的另一个关键变量在中国。根据 ILZSG 显示，中国企业积极在海外投资锌矿开采，叠加国内已有锌矿资源，中国控制的全球锌矿供应占比高达 40%。其中根据安泰科统计，国内湖南、云南、广西和福建等地小矿山产量加总共计越有 60-65 万吨/年产能，考虑到 2017 年全球供需缺口在 55 万吨，如果国内这部分小矿山能够全部复产将从根本上改变供需平衡表。然而影响这部分变量的因素不是价格，而是环保政策。当前中国环保督查执行力度前所未有的，短期不会动摇整治环保的决心，因此 2017 年锌供应短缺局面难改，锌价仍具有高位运行的支撑。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

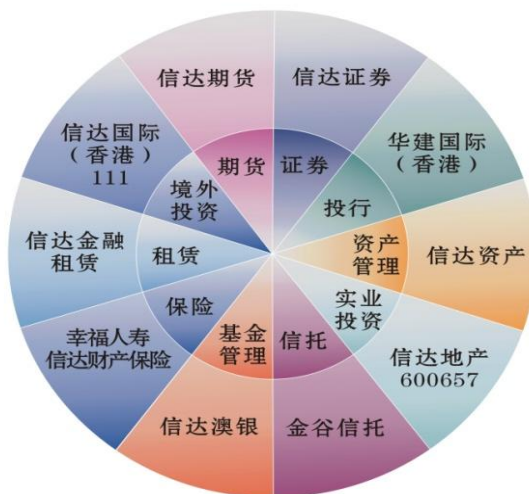
公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、深圳营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部 16 家分支机构，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82328735)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-50819373)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-28862306)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061919)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨市南岗区长江路 157 号盟科汇 A 座 503 室 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691998)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间 (咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27857766)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 义乌营业部 浙江省义乌市宾王路 158 号 6 楼 (咨询电话: 0579-85400021)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦 1 幢十一层 1 号 (咨询电话: 0577-88881881)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839998)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708006)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道 4001 号时代金融中心 4 楼 402-2 (咨询电话: 0755-83739096)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。