

# 锌期货挂牌 锌行业上市公司估值提升

■LME 期锌 2007 年初价格大跌出乎意料,三大原因导致 LME 锌价大跌。

■国内锌价较为抗跌,与 LME 锌价比值重归合理水平。

■上海期交所锌期货推出将有利于国内锌行业上市公司,进行跨市场套利和风险管理,产品定价、节省营业费用和财务费用。

■与国际市场同类锌业行业公司估值相比,驰宏锌锗、中金岭南、宏达股份、株冶火炬、锌业股份等锌行业上市公司,随着上海锌期货的推出,估值还有较大的上升空间。

□上海证券 朱立民 刘学玲

上海期货交易所于昨日起挂牌交易锌期货和约,这有利于国内锌行业上市公司进

行跨市场套利和风险管理、产品定价、节省营业费用和财务费用。

## LME 期锌年初大跌

麦格理银行于 2006 年 10 月在年度 LME 金属前景讨论会期间,对超过 100 名的与会者进行了对市场前景观点的统计测试,询问与会者他们认为的下一年最大的“多头金属”,结果是:锌 44%、镍 24%、铜 14%、锡 8%、铝 6%、铅 4%。

然而,在进入 2007 年后,LME 锌价却表现了出乎意料的急跌,一个月即跌去 27.2%,2 月 2 日更是创下了单日暴跌 11.8% 的纪录,令市场心惊胆战。

三大原因导致 LME 锌价大跌:

- 1、LME 锌库存 2006 年 11、12 月扭转下降趋势,引发市场对锌供需拐点的担忧。
- 2、铜库存持续上升,引发商品基金看淡整个金属市场。
- 3、基金多头强制平仓的影响。1 月初, DJ-AIG 宣布下调锌在指数成份组合的消息后,立即引发了市场的恐慌性抛盘,导致锌价在 3 个交易日就大跌 16.15%。但是,其实际组合调整开始于 12 日,并于 16 日

全面执行,而从这段时间的行情走势可以看出,12 日至 18 日期间为小幅回调,19 日开始持续小幅反弹。可见,在 DJ-AIGCI 真正执行组合调整的时候,反而没有对市场造成大的压力。

2 月初 Red Kite 基金巨亏的消息引发了锌市场的恐慌性抛盘。Red Kite 曾是 2005 年底国储铜事件的多头主角,2007 年 1 月的铜价暴跌给 Red Kite 带来 20% 多的损失。Red Kite 基金巨亏并遭遇巨额赎回的消息,引发了对锌的抛盘。

2007 年锌价的两次暴跌都与基金有关,它们的共性是持有大量的锌多头头寸,并在 2006 年获利丰厚,因此,它们在 2007 年初对这些多头头寸的大举了结就引发了“多杀多——主要支撑位被跌破——”这种恐慌性下跌走势的出现。

但基金调整组合的影响虽然强度大,但持续时间短。因此,锌价在受 Red Kite 基金影响而暴跌后,也存在超跌反弹的需求。

## 国内锌价较为抗跌

相对于 LME 锌从 4600 美元跌到 3000 美元左右近 30% 的跌幅,上海有色金属网显示的国内锌价却只有约 10% 至 15% 的较小跌幅。国内 0# 锌与 LME 锌价格比值重归合理水平。

每吨进口锌的成本应该可以参照铜的计算方法:(LME 三月期价 + 对应月份升贴水 + 到岸升贴水) × 对应月份美元远期汇率 × (1 + 增值税率) × (1 + 关税税率) + 杂费。根据安泰科数据,目前锌的进口关税税率为 3%,比铜的 2% 高一个百分点。

按照 2007 年 3 月上旬人民币与美元的汇率 7.75 计算,LME 锌的现货进口成本折成人民币后的比值在 9.6 附近。

由于 2007 年 1 月 1 日起 0# 锌还保留了 5% 的出口退税,1# 锌锭等锌锭、锌合金还要加征 5% 的出口关税,因此国内 0# 锌锭的出口比值下限计算公式是:美元汇率 × (1 + 出口退税率),目前为 7.75 × (1 + 5%) = 8.13。低于该比值时,0# 锌锭一般贸易出口有盈利,因此会刺激锌锭出口,从而造成 LME 库存增加、国内锌锭供应减少,进一步构成对比值的支撑。

2006 年 11 月份 LME 锌价的暴涨导致国内外锌价差异幅度越来越大,上海 0# 锌现货价与 LME 锌现货价的比值一度低

至 7.33,由于大量 0# 锌被出口,造成国内 0# 锌突然紧缺,导致 0# 锌与 1# 锌的差价(0# 锌最低价与 1# 锌最低价之差)在 11 月中旬迅速拉大,最大值达到 1100 元/吨,而正常情况下只有 100 元/吨。

中国大量出口 0# 锌的结果,就是国内精锌隐性库存的大量削减。如果根据产量和进出口数据,11、12 月我国精锌表观消费量分别仅为 26.7 万吨和 26.3 万吨,同比分别减少 14.5% 和 9.3%,在实际消费量不可能有如此大的降幅情况下,就只能说明国内在锌的生产、流通和消费环节中企业的隐性库存被大量削减了。

LME 显性库存增加而中国大量削减隐性库存,意味着放在全球精锌供需平衡的角度上看,供需紧张正在扭转的态势并没有出现。

从 2006 年 5 月和 2007 年 2 月初国内市场和 LME 锌价格比值达到 9.6 可以看出,国内市场可以接受进口锌到岸价作为参考价格。

五大原因可能导致国内外锌价保持较长时间横盘:美国次级房贷的问题可能波及经济中的其它层面;中国国内的宏观调控政策可能取消 0# 锌的出口退税;套期保值盘的实物交割;2007 年国际锌精矿加工费谈判久拖不决;2007 年初的锌消费波动有待观测。

## 锌期货利于行业上市公司

上海期货交易所于 3 月 26 日起挂牌交易锌期货和约,锌期货交割标的为纯度为 99.995% 的 0# 锌锭,合约交易单位为每手 5 吨,最小交割单位则为 25 吨,最小价格变动单位每吨 5 元,涨跌停板为上一交易日结算价的正负 4%,交易所收取保证金比例为合约市值的 5%。

交割标的的不选取国内尤其在上海地区流通量大而纯度为 99.99% 的 1# 锌,是因为伦敦金属交易所(LME)上市的也是 0# 锌期货,且 0# 锌为国家产业政策鼓励发展品种。因需要一品牌注册程序,刚上市时将无一进口品牌锌可用于上期交割,这点有别于铜、铝期货的上市。

早在 1993、1994 年,上期所的前身之一上海金属交易所即有过远期锌合约的交易,而近两年来涨幅惊人的 LME 锌期货成为有色金属中的“明星”品种,早已被国内业内人士看好,国内锌市场的规模已达 1000 亿元。锌品质的标准化程度非常高,其回收难度也决定了其无废杂铜的统计精确度低问题。(2006 年,我国铜生产 289.89 万吨,其中再生铜 168 万吨,占 57.95%;锌生产 315.30 万吨,其中再生锌 11 万吨,仅占 3.49%。)

锌期货品种的推出,将有利于目前国内相关企业的生产经营、灵活定价机制,可以在上海期货交易所和 LME 之间游刃有余。对生产企业,由于国内精锌资源自给率相对较高,2002 年以来维持在 85% 以上(精铜资源自给率目前已经不

足 30%),所以在锌价涨幅过大或者高位震荡难以判断方向时,更利于生产企业利用期货市场锁定丰厚的利润。

以往,我国少数大型国企虽具备在国际市场保值的资格,但需要通过境外经纪商的通道进行操作,加之自身管理的缺憾,往往成为国际投机资金狩猎的目标,风险管理效果并不理想。

上海期锌上市后,单一依据 LME 价格的定价方式将向综合 LME 和上海价格的订价方式转变,根据新的定价机制确定的价格,将更充分地反映国内国际市场的供需实际和利益关系,国内锌行业上市公司可以在国际、国内两个市场选择价位合理的时机进行保值和交割。

此外,上海锌期货还将有利于锌上市公司产品定价、节省营业费用和财务费用。

在上海锌期货没有推出之前,国内锌冶炼龙头企业,比如株冶火炬(600961.SS)、锌业股份(000751.SZ)、中金岭南(000060.SZ)等龙头企业,除了参照 LME 价格向国外客户和 LME 实物交割外,在国内还遇到锌产品单一的销售问题。这些龙头企业相继开发锌基金、热镀锌、锌粉和电池锌筒等深加工产品,以减轻单一锌锭的销售困境。

在上海锌期货进行交易之后,国内锌上市公司的锌和锌深加工产品的现货和远期交割定价将变得十分简便,商务谈判也将变得简化,无疑将为企业节省营业费用和财务费用。

## 关注相关上市公司

在锌行业景气高涨的状况下,国内锌资源上市公司纷纷定向增发,扩大自有锌资源供应量。中金岭南 2006 年完成定向增发 6000 万股,用于公司矿山产能的开发,铅锌精矿的自给能力将从 15 万吨金属吨上升到 18 万吨金属吨;驰宏锌锗完成向大股东增发 3500 万股,用于收购大股东昭通铅锌矿 100% 股权;宏达股份拟增发 10000 万股,总股本将从 41600 万股扩张到 51600 万股,总股本扩张 24.04%,用于建设 20 万吨锌合金项目和二期工程 10 万吨锌合金和补充精矿采购的流动资金。

自身没有铅锌资源的锌业股份股东大会 2006 年 11 月底通过了发

行不超过 3 亿股 A 股股票的决议,募集资金量在 10 亿到 15 亿元人民币,用于收购“西藏华亿工贸有限公司持有的西藏华夏矿业公司(西藏藏亚啊矿)55% 的股权”和“锌基金生产线、焙烧和制酸系统改造及稀贵金属延伸加工配套”项目。

而主要靠锌冶炼的公司,如株冶火炬、锌业股份 2007 年度进口精矿的冶炼加工费和价格分享收益可能降低,但是从国内精矿和上海锌期货中收益,因此预计仍可保持稳定的增长。

随着上海锌期货的推出,国内外锌价、铅价的波动将给国内锌行业上市公司带来交易机会。

### ■关注公司

驰宏锌锗(600497)  
铅锌矿自给量提升

□东方证券研究所 杨宝峰

2006 年公司实现净利润 10.36 亿元,同比增长 692%,实现每股收益 5.32 元,同比增长 650%。

公司业绩大幅增长的主要驱动因素是 2006 年锌均价大幅上涨和铅锌产销量的增长,2006 年国内锌均价 27285 元,同比 2005 年上涨 197%。公司铅锌销量也实现 100% 以上增长。

2006 年 12 月公司完成 3500 万股定向增发,并在 2006 年享受所得税抵免 1.12 亿元,如果不考虑增发股本摊薄和所得税抵免因素,2006 年驰宏锌锗的每股收益将达 5.88 元。

2007 年全球锌供需紧张状况将大幅缓解,但低库存和旺盛需求仍将使锌价高位运行,预计 2007 年国际锌均价为 3200 美元/吨,国内锌价 28000 元/吨,较 2006 年锌均价保持上涨。在收购昭通铅锌矿后,2007 年后驰宏锌锗自给量将进一步提升,按照对 2007 年锌价的假设,预计 2007 年驰宏锌锗将实现每股收益 6.94 元。

由于公司业绩对锌价和铅价敏感程度极高,铅锌价格波动是公司的主要风险因素。锌价每变动 1000 元/吨(含税价),驰宏锌锗每股收益变动 0.54 元,铅价每变动 1000 元/吨(含税价),其每股收益变动 0.18 元。公司 2006 年计划每 10 股送 10 股和派发 30 元现金红利的利润分配方案,具备较高的吸引力。

目前股价已经进入合理估值区间,考虑到公司规划中的收购资源战略和未来公司铅锌产销量的大幅增长,驰宏锌锗仍是值得长期期待的公司。

锌业股份(000751)  
亚洲最大锌冶炼企业

□民族证券研发中心 赵大晖

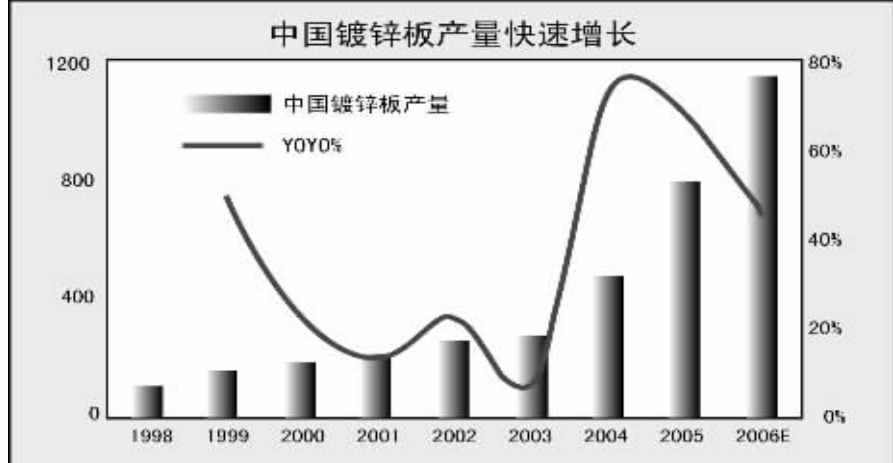
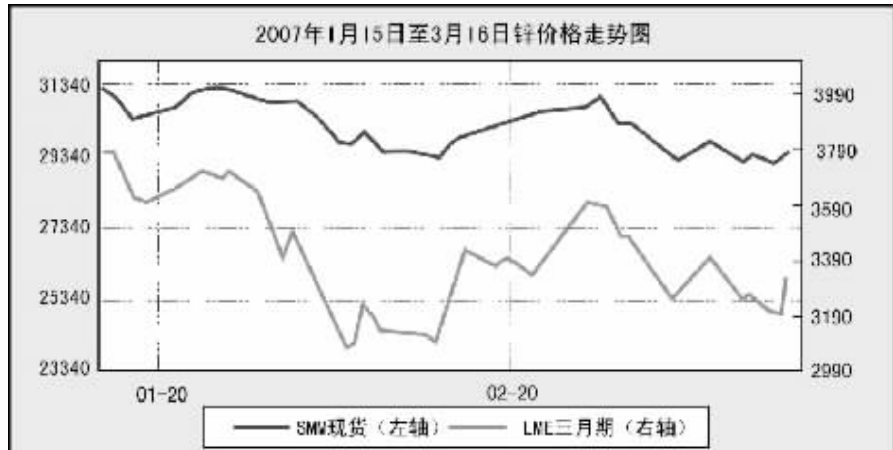
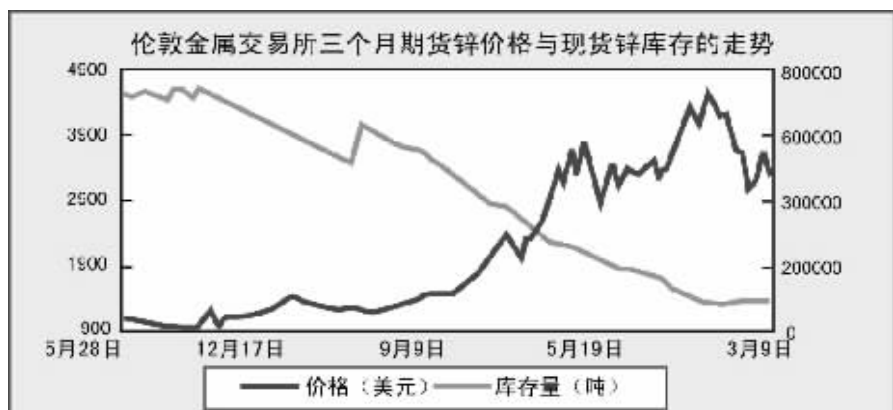
公司在精炼锌价格上扬的大环境中受益颇丰,公司 2006 年实现主营业务收入 67.02 亿元,同比增长 94.90%;实现主营业务利润 5.07 亿元,同比增长 88.21%;实现净利润 2.41 亿元,同比增长 3703.14%。公司实现每股收益 0.22 元,净资产收益率 7.94%,每股经营活动产生的现金流量净额 0.25 元。

值得注意的是,公司 2006 年非经常性损益项目合计约 1.25 亿元,其中,以前年度已经计提各项减值准备的转回合计约 1.18 亿元。这一项目助推了业绩的增长。

成本费用方面,精矿成本上升较快,公司主营业务成本同比增长 79.17%,导致公司销售毛利率维持在近几年的较低的水平。管理费用控制较好,管理费用率下降较快,财务费用率略有上升,营业费用率保持稳定,总体期间费用率呈下降趋势。

公司是世界第三、亚洲第一大锌冶炼企业,未来公司将继续实施向原料基地和产品深加工“两个外延”延伸产业链的战略。公司计划 2007 年实现定向增发,发行短期融资券,完成西藏原料基地 4 万吨/年金属量采选能力的建设目标,从而增强原料控制优势。

2007 年以来,国际锌价有所下滑,全球第二大锌生产商、澳大利亚 Zinifex Ltd 首席执行官 Gailey 表示,“尽管目前精矿的供应局面较 2006 年同期大幅好转,但我们仍对锌库存继续处于紧张状态持乐观态度。预计后市锌价格将会出现温和上扬。”



郭晨凯制图

宏达股份(600331)  
积极推进定向增发

□金元证券研究所 欧文沛

公司 2006 年实现主营业务收入 504,717.70 万元,同比增长 85.15%;净利润 63,740.67 万元,同比增长 244.83%。每股收益 1.53 元。

2006 年锌产品收入已成为公司收入和利润主要来源,公司生产锌锭 165,759.601 吨,比 2005 年增长 107.21%;增长主要来源于云南金鼎锌业产量的大幅提高。锌锭收入达到 38.67 亿元,同比增长 174.05%;由于锌价大幅上涨,公司锌锭主营业务成本仅同比增长 97.27%。

2006 年公司氧化锌矿产量 692,536.97 吨,硫化锌精矿 46,670.136 吨,硫化铅精矿 47,350.93 吨,在 2005 年氧化锌矿 578,279.95 吨,硫化锌精矿 32,840.22 吨,硫化铅精矿 9,501.73 吨的基础上有所增长,但增幅放缓。氧化锌矿收入为 1.52 亿元,同比减少 26.61%,表明公司在锌产量逐渐提升过程中,开始减少初级产品的销售。

云南金鼎锌业 2006 年实现净利润 12.767 亿元,同比增长 448.68%。贡献给上市公司 6.51 亿元净利润,占上市公司净利润的 102.15%。

根据公司 2007 年计划,公司已做好云南金鼎锌业 10 万吨电解锌(二期)前期工作,争取早日开工建设。同时,为提高公司锌产品附加值,公司本部和云南金鼎锌业有限公司拟从冶炼废渣中提取稀有金属。云南金鼎锌业项目如果完成,将继续提升公司未来的盈利能力。

公司第二次定向增发工作正在积极进行,如果获得批准,募集资金到位后,可加快合金项目建设,提升公司竞争力。

罗平锌电(002114)  
产能逐步释放

□申银万国证券研究所 任云鹤 戴卉卉

●公司是国内唯一一家矿、电、冶炼三联产的锌冶炼企业,具有自发电优势。

公司拥有年产锌锭 6 万吨(2005 年为 3 万吨)、铅 3 万吨、硫酸 7500 吨、镉 300 吨、铅渣 800 吨、铜 2.5 吨及超精细锌粉 1.2 万吨、年发电 2.4 亿千瓦时的综合生产能力。公司自发电能为公司节省成本。

●锌价趋势看好,2007 年锌价有望再创新高。中国占到锌使用量半壁江山的镀锌板产能未来增长迅速,2007 年将突破 2000 万吨。预计 2007 年全球锌还将保持适度紧张,缺口预计在 30 万吨左右,比去年略有收窄。

●公司未来增长点:产能逐步释放 + 原料成本改善。

——2006 年公司产能扩张到 6 万吨。

——未来原料成本结构将发生改善。原料精矿使用模式打破原来外购 70% 和自用 30% 比例,公司新冶炼方法(氧压浸出工艺)使用后,公司将逐步减少自用和外购比例,更多外购高铁闪锌矿进行冶炼(生产成本比常规湿法炼锌低约 2000 元/吨)。

●预计公司 2006 至 2008 年 EPS 分别为 0.75、1.11 和 1.30 元。考虑到公司有 5% 至 6% 的利润来自水利发电,另外,公司矿、电、冶炼一体化提升公司抗风险能力,公司估值适当高于同类公司。