

推荐 (维持)

债务债务、可开采量、环境因素叠加， 嘉能可复产概率小

2016年09月05日

相关报告

《有色金属行业周报 (2016-9-4): 9月加息落空, 持续看好锌板块》2016-09-04
《有色金属行业周报 (2016-08-28): 鹰派言论打压价格, 锌价依然看好》2016-08-28
《有色金属行业周报 (2016-08-21): 继续推荐加工材板块》2016-08-21

分析师:

任志强

renzhiqiang@xyzq.com.cn

S0190514030002

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理:

严鹏

yanpeng@xyzq.com.cn

投资要点

- **异于市场的观点:** 目前市场对嘉能可锌精矿复产的关注点集中于金属价格回暖拉动公司股价, 整体业绩反弹, 以及锌价走高带动盈利提升。我们认为以股价/市值指示公司的财务情况是否好转失之偏颇; 锌价下跌引发的债务问题是减产的动机, 但锌价回暖并不一定是复产的驱动因素。受制于债务沉珂、可开采量下滑以及环境制约, 我们预计嘉能可下半年锌精矿不会大规模复产。
- **制约复产第一大因素: 债务沉痾。** 公司目前债务评级 BBB-, 根据公司 2016 年中报, 公司净负债为 236 亿美元, 仅同比下降 9%, 与公司制定的净负债下降至 170-180 亿美元的全年目标相差甚远。我们认为锌价维持高位有利于公司锌精矿的盈利能力, 锌矿采掘业务有望持续好转, 但嘉能可若复产或将加大负债规模 (负债重启矿山概率大), 我们判断 2016 年四季度复产概率小。
- **制约复产第二大因素: 可开采量下滑。** Mount Isa 矿中, BlackStar 露天矿将于 2016 年三季度因资源耗竭而关闭, 该矿 2015 年产量约 12 万吨, 关闭将在下半年同比带来约 4.5 万吨的产量损失; LadyLoretta 矿将暂时关闭, 因该矿采用充填采矿方法, 成本较高导致市场价格风险承受能力弱。其他锌矿中, 秘鲁 Los Quenuale 的 Iscaycruz 锌矿暂停生产, 产量影响约 8.5 万吨/年, 该矿面临资源枯竭的问题, 矿石品位也将随之大幅下降。
- **制约复产第三大因素: 环境制约。** McArthur River 矿长期面临环境问题困扰, 2015 年 10 月甚至面临政府关停威胁。2016 年 4 月嘉能可与北领地矿业能源部最终达成协议, 但 2016 年 7 月底矿山排土场上方出现巨大“烟尘”被疑再次发生自燃事故。政府部门立即责令停止矿山两座排土场作业并进行调查, 目前并没有调查结果披露。7 月的意外事故会随着处理进度和结果变化对产量造成相应不利影响。
- **预计 2016H2 产量为 56-61 万吨, 环比增长 10%-20%。** 根据嘉能可中报, 2016 年锌产量目标为 109.5 ± 2.5 万吨, 上半年锌产量仅完成全年产量目标的 46%。我们认为公司受到债务沉痾、可开采量下滑以及环境制约三大因素的影响不可能大规模复产, 仅仅囿于完成全年产量目标。根据公司制定的全年产量目标, 我们预计下半年锌精矿产量为 56-61 万吨, 环比增长 10%-20%。



报告正文

目前市场对嘉能可复产的关注点集中于今年金属价格回暖拉动股价，业绩因此触底反弹，以及锌价走高带动盈利提升。我们认为股价/市值不能指示公司的财务情况是否好转；锌价下跌引发的债务问题是减产的动机，但锌价回暖并不是复产的主要驱动因素。受制于债务沉珂、可开采量下滑以及环境制约，我们预计嘉能可下半年不会大规模复产。

表 1、嘉能可自有锌精矿分布、减产计划、复产阻碍、2016H2 预计产量

国家	矿山	2015H1 产量(wt)	2016H1 产量(wt)	每年减产计划 (wt)	复产阻碍	预计 2016H2 实 际产量(wt)
澳大利亚	Mount Isa:George Fisher	25.42	14.25	24.5	职工培训项目 2016 年 Q4 结束	21-22
	Mount Isa:Black Star					
	Mount Isa:Lady Loretta					
	McArthur River	13.98	8.92	13.5	环境问题	9-13
加拿大	Matagami	2.56	2.60	0		3
	Kidd	3.16	3.23	0		3
哈萨克斯坦	Kazzinc	8.92	8.92	4.0		9
秘鲁	Antamina	3.52	2.18	0		2
其他		15.47	10.55	8.0		7
合计		73.03	50.65	50.0		56-61

资料来源：兴业证券研究所

备注 1: George Fisher、Black Star、Lady Loretta 2015 年产量约为 21.6 万吨、12 万吨、15 万吨减产计划分别为，2015 年扩产部分延缓投产、资源枯竭导致 2016Q3 关闭、2016 年暂停。

备注 2: 其他锌矿减产主要指秘鲁 Los Quenual 的 Iscaycruz 锌矿暂停生产。

嘉能可锌精矿减产事件回顾

减产规模超 1/3，澳矿首当其冲。2015 年 10 月 9 日，全球第一大锌精矿生产商嘉能可宣布锌减产 50 万吨/年，减产前嘉能可锌精矿产量为 140 万吨/年，占全球产量的 10% 左右。本次减产规模超过 1/3，主力为澳大利亚的 Mount Isa、McArthur River 两大矿区，合计锌精矿产量 60-70 万吨/年，约占嘉能可全部锌精矿产量的 45%。

表 2、嘉能可 2015 年 10 月提出年减产 50 万吨锌精矿计划

矿山	预计每年减产(万吨)
George Fisher & Lady Loretta (Mt Isa)	24.5
McArthur River	13.5
Other zinc (South America)	8.0
Kazzinc	4.0
合计	50.0

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

减产动机为锌价下跌引发的债务问题。Mount Isa、McArthur River 两大矿区这两个矿区目前并不存在资源匮乏问题，反而近年来处于不断扩产当中。减产的主要原因则来自 2015 年金属价格持续下跌过程中，嘉能可难于应对的债务问题。为了降低财务杠杆，公司 2015 年 9 月宣布高达 102 亿美元的净负债削减计划，力争 2016 年将净负债由 2015 年的 259 亿美元下降至 170-180 亿美元，降幅高达 31%-34%，并在 10 月份实施减产等措施。

制约复产第一大因素：债务沉疴

公司目前债务评级 BBB-，根据公司 2016 年中报，公司净负债为 236 亿美元，仅同比下降 9%，与公司制定的净负债下降至 170-180 亿美元的全年目标相差甚远。我们认为锌价维持高位有利于公司锌精矿的盈利能力，锌矿采掘业务有望持续好转，但嘉能可若复产或将加大负债规模（负债重启矿山概率大），我们判断 2016 年四季度复产概率小。

制约复产第二大因素：可开采量下滑

Mount Isa 矿可开采量下滑：Mount Isa 矿是此前宣布减产计划中减产量最大的矿山，该矿也是嘉能可最主要的锌矿来源，其锌资产主要包含地下矿、Black Star 露天矿和 Lady Loretta 地下矿。根据生产计划 BlackStar 露天矿将于 2016 年三季度因资源耗竭而关闭，8 月产量将减半，9 月份将正式关闭。该矿 2015 年产量约 12 万吨，关闭将在下半年同比带来约 4.5 万吨的产量下降。同时，公司选择暂时关闭 LadyLoretta 矿，因该矿采用充填采矿方法，成本较高导致市场价格风险承受能力弱。

其他锌矿可开采量下滑：主要为秘鲁 Los Quenual 的 Iscaycruz 锌矿暂停生产，产量影响约 8.5 万吨/年。该矿面临资源枯竭的问题，按照目前的矿石储量计算矿山寿命仅剩 2-3 年时间，探明保有储量不足其正常 2 个月的产量。矿石品位也将随之大幅下降，2015 年底探明储量中锌品位由 2014 年底的 8.77% 下滑至 4.9%，锌产量将随矿石质量变化产生较大幅度下滑。此外，2016 年上半年秘鲁 Antamina 矿品位降低导致嘉能可权益锌产量同比减少 1.34 万吨。

表 3、嘉能可锌精矿探明开采量出现下滑

矿山(合计)	单位	探明储量		潜在储量		探明及潜在储量	
		2015	2014	2015	2014	2015	2014
Kazzinc 多金属矿	吨位(百万吨)	27.7	36.8	152	89	180	126
	品位(%)	3.42	4.50	2.8	1.5	2.9	2.4
Mount Isa	吨位(百万吨)	141	133	330	330	470	460
	品位(%)	6.86	6.87	5.2	5.1	5.7	5.6
McArthur River	吨位(百万吨)	118	126	60	61	180	190
	品位(%)	10.2	10.0	9.4	9.3	9.9	9.8
北美锌矿	吨位(百万吨)	25.8	27.5	36	36	62	63
	品位(%)	4.42	4.51	4.9	4.9	4.7	4.7
其他锌矿	吨位(百万吨)	10.8	10.6	37	29	48	40
	品位(%)	9.75	9.36	6.1	6.9	6.9	7.5
合计	吨位(百万吨)	323.3	333.9	615	545	940	879
	品位(%)	7.69	7.67	5.05	5.06	5.96	6.07
	锌金属百万吨	24.85	25.63	31.08	27.60	56.06	53.37

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

制约复产第三大因素：环境制约

McArthur River 矿长期面临环境问题困扰, 2015 年 10 月甚至面临政府关停威胁。因政府一直未批准新的排土场地, 2015 年 8 月至 2016 年 3 月没有开采新矿石, 产量主要来自于处理现有资源和废石回收。2016 年 4 月嘉能可与北领地矿业能源部最终达成协议, 政府批准 McArthur River 矿山继续运营, 但公司须对长期废石管理方案进行环境影响评价。而 2016 年 7 月底矿山排土场上方出现巨大“烟尘”被疑再次发生自燃事故。政府部门立即责令停止矿山两座排土场作业并进行调查, 目前并没有调查结果披露。该排土场曾发生一次严重自燃事故且失去控制, 自燃持续一年多时间, 因此政府对新的排土场建设和管理都十分谨慎。7 月的意外事故会随着处理进度和结果变化对产量造成相应不利影响。

三大因素决定嘉能可囿于全年产量目标

预计 2016H2 产量为 56-61 万吨, 环比增长 10%-20%。根据嘉能可中报, 2016 年锌产量目标为 109.5 $\pm$ 2.5 万吨, 这一目标与 2015 年年报制定的目标一致。嘉能可 2016 年 H1 矿产锌产量 50.7 万吨, 同比下滑 31%, 上半年锌产量处于偏低水平, 仅完成全年产量目标的 46% 左右。我们认为公司受到债务沉痾、可开采量下滑以及环境制约三大因素的影响不可能大规模复产, 仅仅囿于完成全年产量目标。根据公司制定的全年产量目标, 我们预计下半年锌精矿产量为 56-61 万吨, 但环比增长 10%-20%。

表 4、嘉能可 2016 年产量目标

商品	单位	2014 年 实际产量	2015 年 实际产量	2016 年上半年 实际产量	2016 年 产量目标
铜	千吨	1,546	1,502	703	1,410 $\pm$ 25
锌	千吨	1,387	1,445	507	1,095 $\pm$ 25
铅	千吨	308	298	145	285 $\pm$ 10
镍	千吨	101	96	57	116 $\pm$ 4
铬铁合金	千吨	1,295	1,492	762	1,575 $\pm$ 25
煤炭	兆吨	146	132	59	125 $\pm$ 3
石油	千桶	7,351	10,569	4,350	8,000 $\pm$ 300

资料来源: 公司公告、兴业证券研究所

表 5、嘉能可 2015Q1-2016Q2 锌精矿产量 (单位: 千吨)

矿山	2016Q2	2016Q1	2015Q4	2015Q3	2015Q2	2015Q1	上半年同期 增减
Kazzinc	46.3	42.9	51.4	52.8	43.0	46.2	0.0
Mount Isa	62.2	80.3	96.3	127.7	128.0	126.2	-111.7
McArthur River	45.5	43.7	54.0	78.9	73.0	66.8	-50.6
Matagami	11.8	14.2	14.4	12.0	14.5	11.1	0.4
Kidd	19.5	12.8	14.8	16.8	14.7	16.9	0.7
Antamina	7.7	14.1	19.6	24.5	19.0	16.2	-13.4
其他	56.4	49.1	67.2	84.1	81.9	72.8	-49.2
合计	249.4	257.1	317.7	396.8	374.1	356.2	-223.8

资料来源: 公司公告、兴业证券研究所

风险提示

下游需求疲软，锌矿新增产能快于预期。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15%;
增持: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、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。本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。

本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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。